

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

**KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ PAY SAHİBİ
OLDUKLARI HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN
YÖNETİMİNE KATILMALARI**

Doktora Tezi

Emre Ali DELİKTAŞ

Ankara 2025

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

**KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ PAY SAHİBİ
OLDUKLARI HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN
YÖNETİMİNE KATILMALARI**

Doktora Tezi

Emre Ali DELİKTAŞ

**Tez Danışmanı
Doç. Dr. Burçak YILDIZ**

Ankara 2025

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

**KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ PAY SAHİBİ OLDUKLARI
HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN YÖNETİMİNE KATILMALARI**

Doktora Tezi

**Tez Danışmanı
Doç. Dr. Burçak YILDIZ**

TEZ JÜRİSİ ÜYELERİ

Adı ve Soyadı

Prof. Dr. İsmail KIRCA

Doç. Dr. Burçak YILDIZ

Doç. Dr. Murat GÜREL

Doç. Dr. Çiğdem Yatağan ÖZKAN

Dr. Öğr. Üyesi Harun KESKİN

**Tez Savunması Tarihi:
24.07.2025**

TÜRKİYE CUMHURİYETİ,

ANKARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ'NE,

Doç. Dr. Burçak YILDIZ'ın danışmanlığında hazırladığım **“Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Pay Sahibi Oldukları Halka Açık Anonim Ortaklıkların Yönetimine Katılmaları (Ankara, 2025)”** adlı doktora tezindeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu, başka kaynaklardan aldığım bilgileri metinde ve kaynakçada eksiksiz olarak gösterdiğimi, çalışma sürecinde bilimsel araştırma ve etik kurallarına uygun olarak davrandığımı ve aksinin ortaya çıkması durumunda her türlü yasal sonucu kabul edeceğimi beyan ederim.

08.08.2025

Emre Ali DELİKTAŞ

TEŞEKKÜR

Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Doktora programı kapsamında hazırlamış olduğum bu doktora tezinin yazılmasında birçok kişinin katkısı olmuştur. Bu kapsamda tez jürimde yer almayı kabul eden ve çalışmamı titizlikle inceleyerek değerli zamanlarını ayıran *Prof. Dr. İsmail Kırca*, *Doç. Dr. Burçak Yıldız* (Danışman), *Doç. Dr. Murat Gürel*, *Doç. Dr. Çiğdem Yatağan Özkan* ve *Dr. Öğr. Üyesi Harun Keskin* hocalarıma ne kadar teşekkür etsem azdır. Ayrıca beni misafir araştırmacı olarak Almanya'ya davet eden ve orada bulunduğum süre boyunca benden yardımlarını esirgemeyen *Prof. Dr. Markus Fehrenbach* hocama da teşekkürlerimi sunarım.

Doktora tezimin hazırlanmasında araştırma görevlisi olarak çalışmakta olduğum *TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi*'nin, doktora öğrencisi olduğum *Ankara Üniversitesi*'nin ve misafir araştırmacı olarak bulunduğum *Ruhr Üniversitesi*'nin de katkıları olmuştur. Bu kurumlara ve çalışanlarına da müteşekkirim. Ayrıca *Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu*'na (TÜBİTAK) 2214-A Yurt Dışı Doktora Sırası Araştırma Burs Programı kapsamında dokuz ay boyunca sağladığı destek için çok teşekkür ederim.

Son olarak, aileme teşekkür etmek istiyorum. Beni bugünlere getiren, maddi ve manevi her zaman yanımda olan annem *Sebahat Deliktaş*'a ve babam *Orhan Deliktaş*'a, beni destekleyen çok sevdiğim kardeşlerim *Özge Deliktaş*'a ve *Müge Deliktaş*'a, bana gösterdiği sevgi ve sabırla her zaman yanımda olan çok değerli eşim *Merve Topaloğlu Deliktaş*'a minnettarım.

İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
KISALTMALAR	ix
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARI HAKKINDA TEMEL BİLGİLER VE BU KURULUŞLARIN HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN YÖNETİMİNE KATILMA HAKKI ELDE ETTİĞİ FAALİYETLERİ

I. KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARI	4
A- Kavram.....	4
B- Hukuki Yapılarına Göre Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Türleri	7
1. Genel Olarak	7
2. Sözleşme Hukukuna Dayalı Model: Yatırım Fonu	9
a- Yatırım Fonu Kavramı.....	9
b- Portföylerindeki Varlıkların Niteliğine Göre Yatırım Fonu Türleri	10
c- Yatırım Fonlarında Taraflar	13
3. Ortaklıklar Hukukuna Dayalı Model: Yatırım Ortaklığı	16
a- Yatırım Ortaklığı Kavramı.....	16
b- Portföylerindeki Varlıkların Niteliğine Göre Yatırım Ortaklığı Türleri.....	16
c- Yatırım Ortaklıklarında Taraflar	17
C- Kolektif Yatırım Kuruluşlarına Hâkim Olan İlkeler.....	19
1. Riskin Dağıtılması İlkesi.....	19
2. Profesyonel Yönetim İlkesi	20
3. Portföyün Korunması İlkesi	21
II. KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN YÖNETİMİNE KATILMA HAKKI ELDE ETTİĞİ FAALİYETLERİ	23
A- Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibi Olmaları (Portföy İşletmeciliği)	23
B- Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Vekili Olmaları (Portföy Yöneticiliği)	29
III. KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN YÖNETİMİNE KATILMA HAKKININ SINIRLANDIRILMASI	32

A- Sınırlama Nedenleri.....	32
B- Sınırlamalar	35
1. Genel Sınırlamalar	35
2. Özel Sınırlamalar	40
a- Yönetim Kontrolü Altında Bulunan Halka Açık Anonim Ortaklıklara Yönelik Sınırlamalar	40
b- Portföy Yönetim Ortaklıklarıyla Yönetim Hâkimiyeti İlişkisi Bulunan Halka Açık Anonim Ortaklıklara Yönelik Sınırlamalar.....	42

İKİNCİ BÖLÜM

KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ PAY SAHİBİ OLDUKLARI HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN YÖNETİMİNE KATILMASININ KURAMSAL ÇERÇEVESİ

I. GİRİŞ	44
II. KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN YÖNETİMİNE KATILMAMALARININ NEDENİ: PAY SAHİPLİĞİNDE KISA VADECİLİK.....	46
A- Kısa Vadecilik Kavramı	46
B- Pay Sahipliğinde Kısa Vadecilik	50
C- Pay Sahipliğinde Kısa Vadeciliğin Nedenleri.....	52
1. Genel Olarak	52
2. Kolektif Yatırım Kuruluşları Bakımından.....	55
D- Pay Sahipliğinde Kısa Vadeciliğin Ortaklık Yöneticileri Üzerindeki Etkisi.....	58
E- Pay Sahipliğinde Kısa Vadecilikten Kaynaklanan Sorunlar	60
1. Ortaklıklar Bakımından.....	61
2. Diğer Pay Sahipleri Bakımından.....	65
3. Genel Ekonomi Bakımından	67
4. Çevre Bakımından.....	69
5. Ortaklık Yöneticileri Bakımından	71
III. PAY SAHİPLİĞİNDE KISA VADECİLİĞE KARŞI BİR ÇÖZÜM ÖNERİSİ: KATILIMCI PAY SAHİPLİĞİ.....	77
A- Giriş.....	77
B- Katılımcı Pay Sahipliği.....	78
1. Kavram	78
2. Benzer Kavramlarla Karşılaştırılması	80
a- Aktif Pay Sahipliğiyle	80
b- Aktivist Pay Sahipliğiyle.....	81

3. Katılımcı Pay Sahipliğinde Kolektif Yatırım Kuruluşlarına Odaklanılmasının Nedenleri.....	86
a- Pay Sahipleri Demokrasisini İşlevsizleştirmeleri.....	86
i- Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Ortaklıklardaki Toplam Pay Sahipliği Oranının Önemli Miktarda Artması	86
ii- Pay Sahipliği Oranının Artmasının Pay Sahipleri Demokrasisi Üzerindeki Etkisi.....	89
b- Pay Sahipliğinde Kısa Vadecilikten Kaynaklanan Sorunlarda Önemli Bir Role Sahip Olmaları	91
c- Profesyonelce Yönetilmeleri	93
4. Katılımcı Pay Sahipliğinin Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Kurumsal Yönetim Teorisi Arasındaki İlişki Üzerindeki Etkisi	94
a- Genel Olarak	94
b- Türk Sermaye Piyasası Bakımından	99
5. Katılımcı Pay Sahipliğinin Boyutları	103
a- Ekonomik Boyut	103
b- Çevresel, Sosyal ve Yönetimsel Boyut	105
6. Katılımcı Pay Sahipliğinde Kullanılan Araçlar	110
a- Genel Olarak	110
b- Yönetim Kurulunda Yer Alma.....	111
c- Pay Sahipliğinden Kaynaklanan Haklar.....	114
i- Giriş	114
ii- Oy Hakkı	115
iii- Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı	120
iv- Konuşma Hakkı	124
v- Çağrı Hakkı.....	125
vi- Gündeme Madde Konulmasını İsteme Hakkı	126
vii- Dava Hakkı	127
viii- Belirli Grupların Yönetim Kurulunda Temsil Edilmesi Hakkı	129
aa- Giriş	129
bb- Yönetim Kurulu Üyesinin Kolektif Yatırım Kuruluşları Arasından Seçilmesi.....	133
cc- Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Yönetim Kurulu Üyeliği İçin Aday Önermesi	134
d- Hukuken Düzenlenmemiş Araçlar	136
i- Kişisel Görüşmeler	136
ii- Kamuoyu Baskısı.....	141
iii- Diğer Pay Sahipleriyle İş Birliği	144

C- Katılımcı Pay Sahipliği Dışındaki Çözüm Önerileri	146
1. Finansal Raporlar Bakımından.....	146
2. Yönetici Ücretleri Bakımından	147
3. Uzun Vadeci Pay Sahipleri Danışma Komitesi	148
4. Sadakat Payları.....	149
5. Kâr Payı Bakımından	151
a- Sadakat Kâr Payı	151
b- Katılım Kâr Payı	151
6. Vergi Yükümlülükleri.....	152

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ PAY SAHİBİ OLDUKLARI HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN YÖNETİMİNE KATILMASINI SAĞLAMADA KAMUYU AYDINLATMA

I. YÖNETİME KATILMAYI SAĞLAMAK İÇİN DİĞER ÇÖZÜM ÖNERİLERİ VE KAMUYU AYDINLATMA	155
A- Diğer Çözüm Önerileri.....	155
1. Yatırımcılara Karşı Sadakat Yükümlülüğü.....	155
2. Oy Kullanma Yükümlülüğü Öngörülmesi	156
3. Yönetime Katılma Giderlerinin Ortaklıklar Tarafından Karşılanması	158
4. Ortaklıklarda Edinilecek Pay Miktarının Artırılması	160
B- Kamuyu Aydınlatmaya Yönelik Düzenlemelerle Sorunun Çözülmesi.....	161
1. Kamuyu Aydınlatma Kavramı.....	161
2. Yönetime Katılmada Kamuyu Aydınlatma	163
II. KAMUYU AYDINLATMAYLA İLGİLİ DÜZENLEMELERİN SINIFLANDIRILMASI.....	166
A- Hazırlayan Bakımından.....	166
B- Kapsam Bakımından	167
C- Düzenlenme Şekli Bakımından	170
D- Uyum Zorunluluğu Bakımından	173
III. KAMUYU AYDINLATMAYLA İLGİLİ DÜZENLEMELER.....	175
A- Giriş.....	175
B- Karşılaştırmalı Hukukta.....	175
1. Bölgesel Hukukta (Avrupa Birliği Hukukunda).....	175
2. Ulusal Hukukta.....	178
a- İngiliz Hukukunda.....	178
b- ABD Hukukunda.....	181

c- Hollanda Hukukunda.....	185
d- Japon Hukukunda.....	187
e- İsviçre Hukukunda	188
f- Alman Hukukunda	190
g- Avusturya Hukukunda	195
3. Uluslararası Kuruluşların Esnek Hukuk Düzenlemeleri	196
C- Türk Hukukunda.....	198
1. Kamuyu Aydınlatmada Özel Düzenlemeye İhtiyaç Bulunması	198
2. Sorumlu Yönetim İlkeleri.....	202
a- Giriş.....	202
b- Kapsam.....	203
c- İlkeler	205
i- Genel Olarak.....	205
ii- İzleme Faaliyeti Yürütülmesi	206
iii- Etkileşim Faaliyeti Yürütülmesi.....	207
iv- Diğer Yatırımcılar ve Paydaşlarla İş Birliği Yapılması.....	208
v- Oy Haklarının Kullanılması.....	209
vi- Sürdürülebilir Değer Yaratılması Konusunda Çaba Gösterilmesi ..	210
d- Kamuya Açıklanacak Bilgi ve Raporlar.....	211
i- Sorumlu Yönetim İlkeleri Politikası	211
ii- Sorumlu Yönetim İlkeleri Politikasının Uygulanmasına İlişkin Rapor	213
iii- Oy Haklarının Kullanılmasına İlişkin Bilgi	214
iv- Kolektif Portföy Yönetimi Hizmeti Alınmasında Yönetici Portföy Yönetim Ortaklığının Hazırlayacağı Rapor	217
e- Kamuya Açıklanacak Bilgi ve Raporların Yayımlanacağı Yer ve Süreler	219
f- Sorumlu Yönetim İlkeleri'nde Belirtilen Yükümlülüklerle Aykırılığın Sonuçları	221

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ PAY SAHİBİ OLDUKLARI HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN YÖNETİMİNE KATILMASINDA HUKUKİ SINIRLAR

I. GİRİŞ	224
II. HAKKIN KÖTÜYE KULLANILMASI YASAĞI.....	224
A- Giriş.....	224
B- Bilgi Alma ve İnceleme Hakkında	226

C- Konuşma Hakkında	227
D- Çağrı Hakkında	230
E- Gündeme Madde Konulmasını İsteme Hakkında	231
F- Özel Denetim İsteme Hakkında	235
G- Dava Hakkında	236
III. EŞİT İŞLEM İLKESİ	238
A- Giriş	238
B- Eşit İşlem İlkesinden Kaynaklanabilecek Hukuki Sınırlar	239
1. Ortaklık Yöneticilerinin Kolektif Yatırım Kuruluşlarıyla Kişisel Görüşmeler Yapmasında	239
2. Ortaklık Yöneticilerinin Kişisel Görüşmelerde Kolektif Yatırım Kuruluşlarına Bilgi Vermesinde	243
a- Pay Sahiplerinin Kişisel Görüşmelerde Bilgi Edinme Hakkı Var Mıdır?	243
b- Kişisel Görüşmelerde Kolektif Yatırım Kuruluşlarıyla Bilgi Paylaşılabilir Mi?	244
c- Kişisel Görüşmelerde Kolektif Yatırım Kuruluşlarına Bilgi Verilmesinin Eşit İşlem İlkesi Bakımından Değerlendirilmesi	246
IV. ORTAKLIK YÖNETİCİLERİNİN KİŞİSEL GÖRÜŞMELERDE PAYLAŞACAKLARI BİLGİNİN NİTELİĞİNDEN KAYNAKLANABİLECEK SINIRLAR	251
A- Giriş	251
B- Bilginin Ortaklık Sırrı Niteliğinde Olması	251
1. Ortaklık Sırrı Kavramı	251
2. Ortaklık Sırrının Pay Sahiplerinin Bilgi Alma Hakkı Üzerindeki Etkisi	252
3. Ortaklık Sırrının Kişisel Görüşmelerde Açıklanabileceği Hâller	253
C- Bilginin Kamuyu Aydınlatma Düzenlemeleri Kapsamında Olması	258
1. Kamuyu Aydınlatmanın Pay Sahiplerinin Bilgi Alma Hakkı Üzerindeki Etkisi	258
2. Sürekli Kamuyu Aydınlatmadan Kaynaklanabilecek Sınırlar	259
3. Özel Durumlar Gereği Kamuyu Aydınlatmadan Kaynaklanabilecek Sınırlar	260
a- Genel Olarak	260
b- İçsel Bilgide	261
c- Haber ve Söylentilerle İlgili Bilgide	264
d- Geleceğe Yönelik Değerlendirmelerde	265
V. PAY ALIM TEKLİFİNDE BULUNMA ZORUNLULUĞUNUN DOĞMASI	267
A- Genel Olarak Zorunlu Pay Alım Teklifine Neden Olan Hâller	267

B- Yönetime Katılmanın Ortaklıkta Yönetim Kontrolü Değişikliğine Bağlı Olarak Zorunlu Pay Alım Teklifine Neden Olabileceği Hâller.....	268
1. Oy Hakkına veya İmtiyazlı Paya Bağlı Olarak Yönetim Kontrolü Değişikliği	268
a- Genel Olarak	268
b- Kolektif Yatırım Kuruluşunun Tek Başına Hareket Etmesi	269
c- Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Diğer Pay Sahipleriyle Birlikte Hareket Etmesi	271
i- Giriş	271
ii- Diğer Pay Sahipleriyle İş Birliği Yapılması Birlikte Hareket Kapsamında Değerlendirilebilir Mi?.....	272
2. Pay Sahipleri Arasında Özel Sözleşmeler Yapılmasına Bağlı Olarak Yönetim Kontrolü Değişikliği.....	276
C- Yönetime Katılmanın Ortaklıkta Yönetim Kontrolü Değişikliğine Neden Olmasının Diğer Sonuçları	278
D- Diğer Pay Sahipleriyle İş Birliği Yapılmasına Muafiyet Tanınması Önerisi	279
VI. ÇAĞRI YOLUYLA VEKALET TOPLANMASINDAN KAYNAKLANABİLECEK SINIRLAR	282
VII. BİLGİYE DAYALI PİYASA DOLANDIRICILIĞI SUÇUNUN OLUŞMASINDAN KAYNAKLANABİLECEK SINIRLAR	284
SONUÇ	288
KAYNAKÇA.....	298
ÖZET	337
ABSTRACT	340

KISALTMALAR

Aufl.	: Auflage
AB	: Avrupa Birliği
AC	: Amicus Curiae
ACP	: Archiv für die civilistische Praxis
AFDI	: Annales de la Faculté de Droit d'Istanbul
agd	: adı geçen düzenleme
agm	: adı geçen metin
AJCL	: The American Journal of Comparative Law
AG	: Die Aktiengesellschaft
AktG	: Aktiengesetz
Art.	: Article/Artikel
AÜHFD	: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
A. Ş.	: Anonim Şirket
B.	: Baskı
BAP	: Business and Politics
BASK	: Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu
Batider	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BCLR	: Boston College Law Review
BERJ	: Business and Economics Research Journal
BGE	: Entscheidungen des schweizerischen Bundesgerichts
BHR	: Business History Review
BirEK	: 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu
BİST	: Borsa İstanbul
BJS	: Berliner Journal für Soziologie
BKR	: Zeitschrift für Bank-und Kapitalmarktrecht
bkz.	: Bakınız
BL	: Business Lawyer
BörseG	: Börsegesetz
BPEA	: Brookings Papers on Economic Activity
BULR	: Boston University Law Review
BYULR	: Brigham Young University Law Review
c.	: Cümle

C.	: Cilt
CALR	: Cardozo Law Review
CBLR	: Columbia Business Law Review
CEO	: Chief Executive Officer
CJEL	: Columbia Journal of European Law
CMLJ	: Capital Markets Law Journal
CMLR	: Common Market Law Review
CLR	: Columbia Law Review
COC	: Corporate Ownership & Control
COLR	: Connecticut Law Review
CONSOB	: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
CORLR	: Cornell Law Review
CSTLR	: Columbia Science and Technology Law Review
ÇÜHFD	: Çankaya Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
ÇÜSBED	: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi
DCGK	: Deutscher Corporate Governance Kodex
DJCL	: Delaware Journal of Corporate Law
dn.	: Dipnot
DStR	: Deutsches Steuerrecht
E.	: Esas Numarası
EBLR	: European Business Law Review
EBOR	: European Business Organization Law Review
ECFR	: European Company and Financial Law Review
ECGI	: European Corporate Governance Institute
ECL	: European Company Law
ECLJ	: European Company Law Journal
Ed.	: Editör
ELR	: Erasmus Law Review
EmekYFY	: Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik
EMR	: European Management Review
ESG	: Enviromental, Social, Governance
FAJ	: Financial Analysts Journal
FHR	: Financial History Review
FINIG	: Finanzinstitutsgesetz

FSULR	: Florida State University Law Review
GenKrlY	: Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarının Usul ve Esasları ile Bu Toplantılarda Bulunacak Bakanlık Temsilcileri Hakkında Yönetmelik
GesKR	: Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
GmbH	: Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GMLR	: George Mason Law Review
GLJ	: Georgetown Law Journal
GÜHFD	: Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
GWR	: Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
GzÜHFD	: Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
HBLLR	: Harvard Business Law Review
HBR	: Harvard Business Review
HBS	: Harvard Business School
HBSAMU	: Harvard Business School Accounting & Management Unit
HD	: Hukuk Dairesi
HGK	: Hukuk Genel Kurulu
HJDPS	: The Harvard John Olin Discussion Paper Series
HJLPP	: Harvard Journal of Law & Public Policy
HLR	: Harvard Law Review
HLRF	: Harvard Law Review Forum
HPL	: Harvard Public Law
Hrsg.	: Herausgeber
IFG	: Investmentfondsgesetz
IMFI	: Investment Management and Financial Innovations
IRZ	: Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
İGEİKD	: “İş, Güç” Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi
İkt. Mal. Der.	: İktisat ve Maliye Dergisi
İÜHFD	: İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
İÜHFM	: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası
İÜİFM	: İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası
JACF	: Journal of Applied Corporate Finance
JCF	: Journal of Corporate Finance
JCL	: Journal of Corporation Law
JCLS	: Journal of Corporate Law Studies
JCOL	: Journal of Comparative Law

JF	: The Journal of Finance
JFC	: Journal of Financial Crime
JFRS	: Journal of Financial Services Research
JIELEMI	: Journal for International and European Law, Economics and Market Integrations
JLE	: Journal of Law & Economics
JWB	: Journal of World Business
JZ	: Juristen Zeitung
K.	: Karar Numarası
KAG	: Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen
KAGB	: Kapitalanlagegesetzbuch
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
karş.	: Karşılaştırınız
KILJ	: King's Law Journal
KHÜHFD	: Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
KKV	: Kollektivanlagenverordnung
KLJ	: Kentucky Law Journal
KVK	: 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu
KYİ	: Kurumsal Yönetim İlkeleri
KYT	: Kurumsal Yönetim Tebliği
LLC	: Limited Liability Company
LSE	: London School of Economics Law, Society and Economy
m.	: Madde
MALR	: Maryland Law Review
MenYatOT	: Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği
MILR	: Michigan Law Review
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
MLR	: Minnesota Law Review
MOLR	: Modern Law Review
MÜHFHAD	: Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi
No.	: Number
NULR	: Northwestern University Law Review
NYU	: New York University Journal of Law and Business
NZG	: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZZ	: Neue Zürcher Zeitung

OECD CG	: Organisation for Economic Co-operation and Development Corporate Governance
OR	: Obligationenrecht
OSBLJ	: Ohio State Business Law Journal
ÖCGK	: Österreichischer Corporate Governance Kodex
ÖDT	: Özel Durumlar Tebliği
p.	: Paragraf
PayATT	: Pay Alım Teklifi Tebliği
PiBET	: Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği
PortSakT	: Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği
PortYönŞT	: Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği
PÜSBED	: Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi
QJE	: Quarterly Journal of Economics
RG.	: Resmî Gazete
RJT	: Revue Juridique Themis
Rn.	: Randnummer
RTHD	: Regesta Ticaret Hukuku Dergisi
s.	: Sayfa
S.	: Sayı
SCL	: South Carolina Law Review
SCLR	: Southern California Law Review
SJLS	: Singapore Journal of Legal Studies
SJZ	: Schweizerische Juristen-Zeitung
SPasT	: Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği
SPFinRT	: Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği
SPKr	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SULR	: Seattle University Law Review
SSRN	: Social Science Research Network
ST	: Der Schweizer Treuhänder
SYİ	: Sorumlu Yönetim İlkeleri
SZW	: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
TBL	: The Business Lawyer

TEFAS	: Fon Bilgilendirme Platformu
TFM	: Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi
TFRS	: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TMK	: 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu
TL	: Türk Lirası
TLR	: Tulane Law Review
TLSRPS	: Tilburg Law School Legal Studies Research Paper Series
TOD	: Tarih Okulu Dergisi
TTK	: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
TUCLR	: The University of Chicago Law Review
UBLR	: European Business Law Review
UCDLR	: University of California Davis Law Review
UCILR	: UC Irvine Law Review
UCITs	: Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
UCLR	: University of Colorado Law Review
UOFL	: University of Oslo Faculty of Law
UPJIEL	: University of Pennsylvania Journal of International Economic Law
UPLR	: University of Pennsylvania Law Review
VAP	: Veri Analiz Platformu
vd.	: Ve devamı
VekT	: Vekâleten Oy Kullanılması ve Çağrı Yoluyla Vekâlet Toplanması Tebliği
VJTL	: Vanderbilt Journal of Transnational Law
Vol.	: Volume
VUK	: 213 sayılı Vergi Usul Kanunu
YatFRT	: Yatırım Fonlarının Finansal Raporlama Esaslarına İlişkin Tebliği
YatFonT	: Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği
YatHizT	: Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği
YatKurT	: Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliği

YKİÖHT	: Yöneticilerin Net Alım Satım Kazançlarını İhraççılara Ödemeleri Hakkında Tebliğ
YLJ	: Yale Law Journal
YÜHFD	: Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
WFR	: Wharton Faculty Research
WiSt	: Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WLR	: Washington Law Review
WULR	: Washington University Law Review
ZEuP	: Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZBB	: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGR	: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPU	: Zeitschrift für Planung & Unternehmenssteuerung
ZSR	: Zeitschrift für Schweizerisches Recht

GİRİŞ

2007-2009 yılları arasında yaşanan küresel ekonomik kriz sonrasında yapılan araştırmalarda halka açık anonim ortaklıklarda pay sahibi olan kolektif yatırım kuruluşlarının büyük bir kısmının yatırımlarında kısa bir vadeyi esas aldıkları ve bu yatırım davranışının halka açık anonim ortaklıkların iyi yönetilememesine neden olduğu tespit edilmiştir. Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıklarda uzun vadeli yatırım yapmaları ve ortaklıkların yönetimlerine katılmalarını sağlamak amacıyla söz konusu kuruluşlar için kamuyu aydınlatma düzenlemeleri kabul edilmeye başlanmıştır.

Bu çalışmada kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmaları konusu incelenmektedir. Kolektif yatırım kuruluşları yatırım fonlarından ve yatırım ortaklıklarından oluşmaktadır. Ancak yatırım fonlarının tüzel kişiliği bulunmadığı için çalışmanın birçok bölümünde yatırım fonları yerine portföy yönetim ortaklıkları esas alınmakta ve kolektif yatırım kuruluşu terimi portföy yönetim ortaklıklarını ve yatırım ortaklıklarını kapsayacak şekilde kullanılmaktadır. Ayrıca kolektif yatırım kuruluşları çeşitli varlıklara yatırım yapabildikleri için, ağırlıklı olarak halka açık anonim ortaklıkların paylarına yatırım yapan kolektif yatırım kuruluşları bu çalışmanın merkezine alınmış, diğer kolektif yatırım kuruluşlarına ise çalışmanın ilgili bölümlerinde kısaca değinilmiştir.

Yukarıda belirtilen esaslar doğrultusunda hazırlanan bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümü, kolektif yatırım kuruluşları hakkında temel bilgileri ve bu kuruluşların halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılma hakkı elde ettiği faaliyetleri konu almaktadır. Söz konusu bilgiler, kolektif yatırım kuruluşlarında taraflar arasındaki hukuki ilişkilerin daha iyi anlaşılması, kuruluşların halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılma hakkı elde ettiği portföy işletmeciliği faaliyeti ile portföy

yöneticiliği faaliyetinin benzer ve farklı yönlerinin ortaya konulması ve kuruluşların halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılma hakkının neden sınırlandırıldığına izah edilmesi için verilmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmalarının kuramsal çerçevesine yer verilmektedir. Bu kapsamda özellikle kolektif yatırım kuruluşlarının kısa vadeci pay sahipliği yaklaşımını benimseme gerekçeleri ve bu yaklaşımın yarattığı sorunlar açıklanarak, kuruluşların halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılma hakkının sınırlandırılması düşüncesinden 2007-2009 küresel ekonomik krizinden sonra neden vazgeçildiği izah edilmektedir. Ayrıca kuruluşların halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmalarını ifade eden katılımcı pay sahipliği kavramı benzer kavramlarla karşılaştırılmakta, katılımcı pay sahipliğinde kolektif yatırım kuruluşlarına odaklanılmasının nedenleri incelenmekte, katılımcı pay sahipliğinin kolektif yatırım kuruluşları ile kurumsal yönetim teorisi arasındaki ilişki üzerindeki etkisi ve katılımcı pay sahipliğinin boyutları ele alınmaktadır. Bununla birlikte kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmalarında kullanabilecekleri araçlar kısaca ve bazı örnek olaylarla tanıtılmaktadır.

Üçüncü bölüm, kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmalarını sağlamak için öngörülen kamuyu aydınlatma düzenlemelerini konu almaktadır. Bu bölümde öncelikle ulusal ve uluslararası çeşitli düzenlemeler karşılaştırmalı olarak tanıtılmaya çalışılmaktadır. Bu bağlamda özellikle anılan düzenlemelerin birbirlerinden farklı olan yönleri ortaya konmakta, tekrara düşmemek amacıyla benzerlik gösteren hususlara değinilmemektedir. Sonrasında, Türk hukukunda kabul edilen Sorumlu Yönetim İlkeleri'nin kapsamı ve içeriği detaylı bir şekilde açıklanmakta ve portföy yönetim ortaklıklarının kamuya açıklayacakları raporlar

ve bilgiler izah edilmektedir. Ayrıca Sorumlu Yönetim İlkeleri'nde belirtilen yükümlülöklere aykırılığın sonuçları hakkında bilgi verilmektedir.

Çalışmanın son bölümünde ise kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmasında karşılaşılabilecekleri hukuki sınırlar ele alınmaktadır. Bu kapsamda hakkın kötüye kullanılması yasağından, eşit işlem ilkesinden, ortaklık yöneticilerinin kişisel görüşmelerde paylaşacakları bilginin niteliğinden, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunun doğmasından, çağrı yoluyla vekalet toplanmasından ve bilgiye dayalı piyasa dolardırıcılığı suçundan kaynaklanabilecek hukuki sınırlar açıklanmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARI HAKKINDA TEMEL BİLGİLER VE BU KURULUŞLARIN HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN YÖNETİMİNE KATILMA HAKKI ELDE ETTİĞİ FAALİYETLERİ

I. KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARI

A- Kavram

Sermaye piyasası, fon talep edenler ile fon arzedenler (yatırımcılar/tasarruf sahipleri) arasındaki fon (sermaye/kaynak) akışını sermaye piyasası araçları vasıtasıyla gerçekleştiren modern finans sistemidir.

Yatırımcılar ile fon talep edenler arasında fon aktarımının gerçekleşebilmesi için öncelikle tasarruf sahiplerinin, birikimlerini sermaye piyasasında kullanma biçimini belirlemeleri gerekmektedir. Yatırım yapmanın doğası gereği yatırımcılar yatırım kararı alırken en az riskle birikimlerinin değerini artırmayı amaçlamaktadırlar. Ancak sermaye piyasasının işleyişi herkes tarafından kolaylıkla anlaşılır olmadığı gibi yatırımcıların büyük bir kısmı bütün piyasa hareketlerini izleyecek bilgi, tecrübe, imkân ve zamana sahip değildir. Örneğin, ABD’deki ortaklıkların yıllık faaliyet raporları 1950’de ortalama on altı sayfa iken 2004 yılında ortalama yüz altmış beş sayfaya çıkmıştır. Her ne kadar yıllık faaliyet raporlarında paylaşılan bilginin kapsamı yatırımcıların bilgilendirilmesi amacıyla artmış olsa da küçük yatırımcıların bu bilgileri bir arada değerlendirecek ve

değerlendirme sonucunda kendisi için maksimum fayda sağlayacak yatırım kararını verme ihtimali azalmaktadır¹.

Yatırımcıların içinde bulunduğu söz konusu durum karşısında onların birikimlerinin uzman bir kadro tarafından, riski dağıtma ve kâr elde etme ilkelerine uygun olarak, sermaye piyasasında işlem gören çeşitli araçlara yatırılması düşüncesiyle kolektif yatırım kuruluşları (*collective investment schemes/die kollektive Kapitalanlagen*) ortaya çıkmıştır². Başka bir ifadeyle, kolektif yatırım kuruluşları yatırımcılardan topladıkları sermayeyle oluşturdukları portföyü riskin dağıtılması ilkesine göre uzman kişiler aracılığıyla işleten kuruluşlardır³.

Kolektif yatırım kuruluşlarında, özellikle küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerinin bir araya getirilmesi suretiyle büyük sermaye sahiplerinin elinde bulundurduğu avantajlar küçük tasarruf sahiplerine sunulmakta⁴; aynı zamanda bu tasarrufların sermaye piyasasına girişi sağlanarak onların piyasaya fon tedarik edenler

¹ Lin, Tom: *Reasonable Investor(s)*, BULR 2015, Vol. 95, No. 2, s. 480.

² Öngüt, İbrahim: *Yatırım Şirketleri ve Yatırım Fonları*, İkt. Mal. Der. 1967, C. 14, S. 2, s. 55; Tekinalp, Ünal: *Yatırım Ortaklıklarının Düzenlenmesinde Temel Alınabilecek İki Model ve Türk Sistemi*, İkt. Mal. Der. 1970, C. 17, S. 9, s. 387; Tekinalp, Ünal/Çamoğlu, Ersin: *Sermaye Piyasası Hukukunun Temel İlkeleri ve Gerekçeli Sermaye Piyasası Kanunu*, B. 2, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2018, s. 51. Kolektif yatırım kuruluşlarının ortaya çıkış tarihi ve yeri konusunda öğretide görüş birliği bulunmamaktadır. Bu konu hakkındaki görüşler için bkz. Rutterford, Janette: *Learning From One Another's Mistakes: Investment Trusts in the UK and the US, 1868–1940*, FHR 2009, Vol. 16, No. 2, s. 158; Gürsoy, Kemal Tahir: *1966 Tarihli İsviçre Kanununa Göre Yatırım Fonlarının Hukuki Yapısı*, Prof. Dr. Mahmut Koloğlu'na 70inci Yaş Armağanı, Ankara: Sevinç Matbaası, 1975, s. 413; Coates, John: *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*, HPL 2019, Working Paper No. 19-07, s. 7; Yasaman, Hamdi: *İsviçre Yatırım Fonları*, İkt. Mal. Der. 1973, C. 20, S. 8, s. 301.

³ Nitekim yapılan bir araştırmada, tek başlarına yatırım kararı almalarındansa, piyasayı takip eden kolektif yatırım kuruluşları aracılığıyla yatırım yapmalarının küçük yatırımcılar için daha kazançlı olduğu tespit edilmiştir (Lin, s. 486). Kolektif yatırım kuruluşlarının faydaları ve işlevleri hakkında bkz. Yasaman, Hamdi: *İsviçre ve Fransız Hukuklarında Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulama İmkanları*, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1980, s. 60-63; Paşlı, Ali/Aydoğan, Fatih: *Kolektif Yatırım Kuruluşları (Fon Yönetimi)*, Türk Hukukunun Avrupa Birliği Hukukuna Uyumu Özel Hukuk (Ed. Kaya, Arslan/Engin, Baki/Paşlı, Ali/Aşıkoğlu, Şehriban/Oğuz, Elif), İstanbul: İstanbul University Press, 2020, s. 477.

⁴ Gürsoy, Kemal Tahir: *Mukayeseli Hukukda, Özellikle Türk ve İsviçre Hukuklarında Yatırım Fonları*, Ankara: Sevinç Matbaası, 1977, s. 2.

hâline gelmesi hedeflenmektedir⁵. Böylece tek başına fazla bir değeri bulunmayan küçük ve dağınık tasarruflar yatırıma kanalize edilmektedir⁶.

Türk hukukunda kolektif yatırım kuruluşlarına ilk kez 1964 ile 1972 yılları arasında sermaye piyasasının kurulması ve teşviki için hazırlanan tasarılar da yer verilmiştir. Ancak söz konusu tasarılar⁷ çeşitli sebeplerle kadük kaldığı için, kuruluşların pozitif hukuktaki yerini alması 1981 yılında⁸ mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu⁹'nun yürürlüğe girmesiyle mümkün olmuştur. Kolektif yatırım kuruluşları, şu an yürürlükte bulunan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu¹⁰'nda (SPKn) sermaye piyasası kurumları arasında sayılmakta olup (SPKn m. 35/1-b), SPKn'nin 48 ila 56. maddeleri arasında düzenlenmektedir¹¹.

Kolektif yatırım kuruluşlarının tanımı SPKn'da yapılmamış, ancak kolektif yatırım kuruluşları teriminin yatırım ortaklıklarını ve yatırım fonlarını ifade ettiği belirtilmiştir (SPKn m. 3/1-m). Buna karşılık, SPKn'nın kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin hükümlerine mehzaz teşkil eden Avrupa Birliği'nin 2009/65 sayılı Devredilebilir Menkul Kıymetlerde Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Düzenlenmesine İlişkin Direktif¹²

⁵ Yasaman, Hamdi: *Fransız Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları*, İkt. Mal. Der. 1973, C. 20, S. 4, s. 147; Öngüt, s. 55; Yıldız Destanoğlu, Burçak: *Yatırım Fonu Katılma Belgeleri*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2004, s. 2.

⁶ Yasaman, Türk Hukukunda Uygulama, s. 3.

⁷ Tasarılar hakkında genel bilgi için bkz. Tekinalp, Ünal: *Sermaye Piyasasının Hukuki Yönü ve Sorunları*, İÜHF 1973, C. 38, S. 1-4, s. 445-482; Aytaç, Zühtü: *Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 1988, s. 11-13.

⁸ Bu tarihten önce Türkiye'de "örtülü" olarak kolektif yatırım modeliyle çalışan anonim ortaklıklar olduğu yönünde bkz. Nomer, Nedret Fusun: *Yatırım Ortaklıkları*, B. 2, İstanbul: Beta Yayınevi, 2003, s. 35.

⁹ RG. 30.07.1981, S. 17416.

¹⁰ RG. 30.12.2012, S. 28513.

¹¹ Ayrıca vergi hukuku düzenlemelerinde de söz konusu kuruluşlara ilişkin hükümler bulunmaktadır. Bu kuruluşların ülkemizde gelişebilmeleri için birtakım vergi muafiyetleri tanınarak gerekli ortam hazırlanmaya çalışılmıştır [bkz. Kurumlar Vergisi Kanunu (RG. 21.06.2006, S. 26205) m. 5/1-d; Gelir Vergisi Kanunu (RG. 06.01.1961, S. 10700) geçici m. 67/8; 27.12.2020 tarihli ve 3321 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı'nın Eki m. 3 (RG. 23.12.2020, S. 31343)].

¹² *Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITs)*, OJ L. 302/32-96, 17.11.2009.

m. 1/2’de kolektif yatırım kuruluşlarının tanımına yer verilmiştir. Anılan hükme göre kolektif yatırım kuruluşları, katılımcılardan topladığı sermayeyi riskin dağıtılması ilkesine dayalı olarak menkul kıymetlere veya diğer likit finansal varlıklara yatıran kuruluşlardır¹³.

B- Hukuki Yapılarına Göre Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Türleri

1. Genel Olarak

Kolektif yatırım kuruluşları farklı ölçütlerden hareketle çeşitli sınıflandırmalara tabi tutulmaktadır¹⁴. Söz konusu sınıflandırmalar, kanun koyucuların ülkelerinde uygulanmasına izin verecekleri kolektif yatırım kuruluş türlerinin belirlemelerinde etkili olmaktadır. Gerçekten de kanun koyucular, uluslararası alanda rekabet edebilecek ve fonksiyonel olabilecek kolektif yatırım kuruluş türlerini tercih etmektedirler¹⁵. Nitekim Türkiye’de de kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin tür tercihi aynı gerekçeyle yapılmıştır¹⁶.

Kolektif yatırım kuruluşlarının sınıflandırılmasında iki ölçüt kullanılmaktadır. Bunlardan ilki, kolektif yatırım kuruluşlarının sermaye yapısı ve yatırımcıların söz

¹³ Kolektif yatırım kuruluşlarıyla ilgili diğer yabancı düzenlemeler ve bu düzenlemelerde kolektif yatırım kuruluşunu tanımlayan hükümler için bkz. İsviçre hukukunda Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Federal Kanun [*Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz/KAG)*] m. 7, <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2006/822/en>; Alman hukukunda 2013 tarihli Sermaye Yatırım Kanunu (*Kapitalanlagegesetzbuch/KAGB*) § 1/1, <http://www.gesetze-im-internet.de/kagb/>; Avusturya hukukunda 2011 tarihli Yatırım Fonları Kanunu (*Investmentfondsgesetz/IFG*) § 2/1, <https://www.ris.bka.gv.at/Bundesrecht/>; İngiliz hukukunda 2000 tarihli Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu (*Financial Services and Markets Act 2000*) m. 235, <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/section/235>; ABD hukukunda 1940 tarihli Yatırım Ortaklıkları Kanunu (*Investment Company Act of 1940*) m. 80a-3-a1, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1879/pdf/COMPS-1879.pdf>. (Çalışmamızdaki bütün linkler 01.06.2025 tarihi itibarıyla etkin durumdadır).

¹⁴ Bu konuda bkz. *Yasaman*, Türk Hukukunda Uygulama, s. 9-35.

¹⁵ *Wang, Wallace Wen Yeu: Corporate Versus Contractual Mutual Funds: an Evaluation of Structure and Governance*, WLR 1994, Vol. 69, No. 4, s. 931-932; *Karayalçın, Yaşar: İngiliz Hukukunda ‘Trust’ ve Avrupa Hukuku, Terim-Kavram-Temel Trust Modeli-Uygulamalar-Hukuk Alanında Gelişmeler*, Prof. Dr. Ali Bozer’e Armağan, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 1998, s. 682; *Derencinovic Ruk, Morana/Braut Filipović, Mihaela/Audic Vuletic, Suzana: Investment Funds With Legal Personality - A True Rival to Mutual Funds?*, JIELEMI 2020, Vol. 7, No. 2, s. 168.

¹⁶ Bkz. SPKn genel gerekçesi, s. 17 [Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), Dönem: 24, Yasama Yılı: 3, Sıra Sayı No: 337].

konusu kuruluşlara girmesi (katılması) ve onlardan çıkması (ayrılması) yöntemi bakımındandır. Bu ayrıma göre kolektif yatırım kuruluşları kapalı uçlu (*close-end/geschlossene kollektive Kapitalanlagen*) veya açık uçlu (*open-end/offene kollektive Kapitalanlagen*) olarak nitelendirilmektedir¹⁷. Kapalı uçlu kolektif yatırım kuruluşlarında sermaye belirlidir¹⁸. Yatırımcılar paylarını borsada başka bir yatırımcıya satarak kolektif yatırım kuruluşundan ayrılabilirler¹⁹. Bu tür kuruluşlarda yeni pay ihraç edilebilmesi için sermayenin kanunda öngörülen usullere uyularak artırılması gerekmektedir²⁰. Açık uçlu kolektif yatırım kuruluşlarında ise sermaye değişkendir²¹. Anılan kolektif yatırım kuruluşlarının sermayesi, kapalı uçlu kolektif yatırım kuruluşlarının aksine sermayenin değiştirilmesi prosedürüne bağlı tutulmamaktadır²². Bu yüzden söz konusu kuruluşlar talebe göre sınırsız bir biçimde yeni pay ihraç edebilmektedirler²³. Yatırımcılar paylarını ihraççıya iade ederek (geri satarak²⁴) açık uçlu kolektif yatırım kuruluşlarından ayrılmakta²⁵, açık uçlu kolektif yatırım kuruluşları da geri aldıkları payları itfa etmektedirler²⁶. Çalışma bakımından önem taşımadığından bu tür üzerinde ayrıca durulmayacaktır.

¹⁷ Nomer, Yatırım Ortaklıkları, s. 11-13; Şener, Oruç Hami: *Yatırım Fonlarında Katılma Belgesi Sahiplerinin (Yatırımcıların) Belgelerini Fona İade (Devir) Hakkı*, Batider 2004, C. 22, S. 4, s. 100-102; Forstmoser, Peter: *Zum Schweizerischen Anlagefondgesetz*, Bern: Paul Haupt Verlag, 1997, s. 12.

¹⁸ Nomer, Yatırım Ortaklıkları, s. 11; Şener, 102.

¹⁹ Nomer, Yatırım Ortaklıkları, s. 11.

²⁰ Thoma, Georg/Steck, Kai-Uwe: *The German Investmentaktiengesellschaft (Closed-End Fund): Investment Alternative or Legislative Failure?*, UPJIEL 2002, Vol. 23, No. 1, s. 26-27.

²¹ Türk hukukunda değişken (değişir) sermaye, açık uçlu kolektif yatırım kuruluşlarının yanı sıra kooperatiflerde de bulunmaktadır [bkz. 1163 sayılı Kooperatifler Kanunu (RG. 10.05.1969, S. 13195) m. 1]. Bu durum, “açık kapı ilkesi” olarak adlandırılmaktadır (Kendigelen, Abuzer/Kırca, İsmail: *Şirketler Hukuku Cilt I: Giriş Adi Şirket Ticaret Şirketleri Genel Hükümler ve Şahıs Şirketleri*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2021, s. 33).

²² Kendigelen/Kırca, s. 33; Thoma/Steck, s. 26-27; Böckli, Peter: *Schweizer Aktienrecht*, Aufl. 5, Zurich: Schulthess Juristische Medien AG, 2022, s. 45, Rn. 83.

²³ Nomer, Yatırım Ortaklıkları, s. 11. Pay sahibi sayısında değişiklik oldukça işletilen portföy değeri artmakta veya azalmaktadır (Şener, 102; Nomer, Yatırım Ortaklıkları, s. 11).

²⁴ Okat, Yalçın Özge: *Türk ve AB Hukukunda Yatırım Fonları*, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2009, s. 124.

²⁵ Nomer, Yatırım Ortaklıkları, s. 11.

²⁶ Altay, Sıtkı Anlam: *Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları*, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu 6-7 Haziran 2013 İstanbul (Ed. Özkorkut, Korkut),

Kolektif yatırım kuruluşlarının sınıflandırılmasında kullanılan ölçütlerden ikincisi, kolektif yatırım kuruluşlarının hukuki yapıları bakımındandır. Kolektif yatırım kuruluşları Türk hukukunda iki farklı hukuki yapıda kurulabilmektedir. Bunlar, çalışmamızın konusunu oluşturduğu için aşağıda daha detaylı değinilecek olan sözleşme hukukuna dayalı model (yatırım fonu) ve ortaklıklar hukukuna dayalı modeldir (yatırım ortaklığı). Eklemek gerekir ki kolektif yatırım kuruluşları bazı hukuk sistemlerinde söz konusu iki hukuki modelin yanı sıra *trust* hukukuna dayalı modeli de kapsayacak şekilde üçlü bir tasnife tabi tutulmaktadır (UCITs m. 1/3; İngiliz Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu m. 237). Ancak Türk hukukunda kolektif yatırım kuruluşları arasında kabul edilmediği için, *trust* hukukuna dayalı model bu çalışmada incelenmeyecektir²⁷.

2. Sözleşme Hukukuna Dayalı Model: Yatırım Fonu

a- Yatırım Fonu Kavramı

Kolektif yatırım kuruluşlarının hukuki yapılarına göre sınıflandırılmasında, yatırım fonları “sözleşme hukukuna dayanan model” (*contractual scheme/contractual fund model/Vertragsform/Auftragsverhältnis*) terimiyle ifade edilmektedir²⁸; çünkü yatırım fonlarında taraflar arasındaki hukuki ilişkiler sözleşmeye dayanmaktadır²⁹.

Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2017, s. 198. Yatırımcıların, paylarını kolektif yatırım kuruluşuna iade etmesi onlara kolaylık sağlamak içindir. Yatırımcılar isterlerse paylarını kolektif yatırım kuruluşu yerine üçüncü bir kişiye de devredebilmektedirler (Şener, 102).

²⁷ *Trust* hakkında genel bilgi için bkz. Karayalçın, s. 651-687; Kurtulan Güner, Gökçe: *Trust ve Türk Hukuku Açısından Değerlendirilmesi*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2020, s. 9-154.

²⁸ Yasaman, Türk Hukukunda Uygulama, s. 19; Nomer, Yatırım Ortaklıkları, s. 10; Wang, s. 931. Buna karşılık, yatırım fonları hakkında “güvenilir kişi eliyle yönetim modeli” terimini kullananlar için bkz. Vural, Güven: *Yatırım Ortaklıkları*, Ankara: Kalite Matbaası, 1978, s. 23; Tekinalp, Ünal: *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, İstanbul: Ekonomik ve Sosyal Yayınlar Anonim Şirketi, 1982, s. 83; Aksoy, Murat Uğur: *Yatırım Ortaklıklarının Almanya'daki Gelişimi ve Kuruluşu*, İkt. Mal. Der. 1974, C. 21, S. 2, s. 70.

²⁹ Bkz. Birinci Bölüm, I, B, 2, c.

Yatırım fonları³⁰; tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan nakit veya diğer varlıklarla edinilen ve SPK tarafından belirlenen varlık ile haklardan oluşan portföy ya da portföyleri tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre işletmek amacıyla portföy yönetim ortaklıkları tarafından fon iç tüzüğüyle kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığıdır³¹ (SPKn m. 52/1). O hâlde, yatırım fonu kavramı yatırımcılardan toplanan sermayeyle oluşan ve yatırımcılar hesabına işletilmek üzere yönetilen mal varlığını ifade etmektedir.

Yatırım fonlarının kural olarak tüzel kişiliği yoktur; ancak tapu ve diğer resmî sicillere tescil, değişiklik, terkin ve düzeltme talepleri dahil olmak üzere her türlü sicil işlemleri ile ortağı olacakları limited ve anonim ortaklıkların kuruluş, sermaye artırımı veya pay devri işlemleri dahil her tür ticaret sicili işlemleriyle sınırlı olarak tüzel kişiliğe sahip oldukları kabul edilmektedir (SPKn m. 52/5). Keza yatırım fonları, ihraççı kavramının tanımının yapıldığı SPKn m. 3/1-h hükmünde diğer tüzel kişilerle birlikte ihraççı olarak nitelendirilmektedir.

b- Portföylerindeki Varlıkların Niteliğine Göre Yatırım Fonu Türleri

Yatırım fonları çeşitli şekillerde sınıflandırılmaktadır³². Bunlardan biri de yatırım fonlarının, portföylerindeki varlıkların niteliğine göre sınıflandırılmasıdır. Yatırım fonları ortaklık payı, borçlanma aracı, gayrimenkul veya kıymetli maden gibi çeşitli varlıklara

³⁰ Yatırım fonlarına karşılık gelmek üzere İngilizce “*investment funds*” veya “*common funds*”, Almanca “*Anlagefond*” veya “*Investmentfonds*” terimleri kullanılmaktadır.

³¹ Yatırım fonu, ayrıca KVK’da da tanımlanmaktadır. KVK ek m. 2/1-u’ya göre yatırım fonu, yatırım maliyetlerinin azaltılması ve riskin dağıtılması amacıyla inançlı mülkiyet esasına göre kurulan ve tasarruf sahiplerinden toplanan para veya diğer varlıklardan oluşan portföyleri tasarruf sahipleri namına değerlendiren, ilgili ülke mevzuatına göre yetkilendirilmiş kişi ya da kurumlar tarafından yönetilen işletmeleri ifade etmektedir.

³² Yatırım fonları; pay sayısının değişebilirliği, fonun hedefi veya kâr dağıtımı bakımından da sınıflandırılmaktadırlar (Okat, s. 53; Yüce Akıncı, Gönül: *Sermaye Piyasaları ve Yatırım Fonları: Teori ve Uygulama*, Bursa: Dora Yayıncılık, 2014, s. 10; Teyfik, Gürman: *Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları Teori ve Uygulama*, Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1995, s. 5; Gürsoy, Yatırım Fonları, s. 6).

yatırım yapabilmektedir. Yatırım fonunun portföyünde ağırlıklı olarak yer alan varlık, aynı zamanda söz konusu yatırım fonunun türünü belirlemektedir.

Keza yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeler de genel itibariyle fon portföylerindeki varlıkların niteliği ve bu varlıkların portföyün en az %80'ini oluşturması esası dikkate alınarak hazırlanmıştır. Bu kapsamda yatırım fonları; Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği³³'nde, Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği³⁴'nde, Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği³⁵'nde, Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği³⁶'nde düzenlenen yatırım fonları ile 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu³⁷'nde düzenlenen emeklilik yatırım fonları³⁸ olmak üzere beşe ayrılmaktadır.

Çalışmanın bundan sonraki kısmında Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde düzenlenen ve ağırlıklı olarak halka açık anonim ortaklıkların paylarına yatırım yapan yatırım fonları çalışmanın merkezine alınacak ve değerlendirmeler söz konusu yatırım fonları esas alınarak yapılacaktır. Zira yatırım fonlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılması konusu inceleneceği için yukarıda belirtilen yatırım fonlarının tamamı çalışma konusuyla birebir örtüşmemektedir. Örneğin, yatırımının en az %80'ini gayrimenkul yatırımlarından oluşturmak zorunda olan gayrimenkul yatırım fonları ile yine yatırımını en az %80'ini bir veya birden fazla girişim

³³ RG. 09.07.2013, S. 28702.

³⁴ RG. 03.01.2014, S. 28871.

³⁵ RG. 02.01.2014, S. 28870.

³⁶ RG. 27.11.2013, S. 28834.

³⁷ RG. 07.04.2001, S. 24366.

³⁸ Emeklilik yatırım fonlarının, nitelikleri itibariyle SPKn m. 52'de belirtilen yatırım fonları arasında sayılıp sayılmaması gerektiği konusunda öğretilerde farklı görüşler bulunmaktadır. Öğretilerde çoğunluğu oluşturan ve bizim de katıldığımız görüşe göre, emeklilik yatırım fonları nitelikleri itibariyle SPKn m. 52'de belirtilen yatırım fonları arasında kabul edilmektedir (*Nomer*, Yatırım Fonları, s. 608; *Yıldız Destanoğlu*, s. 4; *Zetzsche*, Dirk Andreas: *The Anatomy of European Investment Fund Law*, SSRN Electronic Journal 2017, s. 8). Buna karşılık *Okat* emeklilik yatırım fonları ile yatırım fonlarının benzer olduklarını, ancak emeklilik yatırım fonlarının kurucu, yönetici ve saklayıcı bakımından yatırım fonlarından farklılaştıklarını ve bu yüzden yatırım fonları için geçerli olan bütün özellikleri taşımadıklarını belirtmektedir (*Okat*, s. 65).

sermayesi yatırımından meydana getirmek zorunda olan girişim sermayesi yatırım fonları temel olarak çalışmamızın kapsamı dışında kalmaktadır.

Benzer biçimde pay piyasası endekslerine yatırım yapan borsa yatırım fonları, her ne kadar portföylerini ağırlıklı olarak halka açık anonim ortaklıkların paylarından oluştursalar da çalışmamız kapsamında değildir; çünkü borsa yatırım fonları önceden belirlenmiş bir endeksi³⁹ takip ettikleri için pasif portföy yönetim stratejisi izlemektedir⁴⁰. Örneğin, Borsa İstanbul (BİST) 30 endeksini takip eden borsa yatırım fonlarının amacı portföylerinde bulunan otuz halka açık anonim ortaklığın yönetimine katılmak değildir. Söz konusu borsa yatırım fonları sadece BİST-30 endeksini takip etmek isteyen yatırımcılardan topladıkları kaynakla endeks kapsamında bulunan otuz ortaklığın paylarına belirli oranlar çerçevesinde yatırım yapmaktadır. Nitekim borsa yatırım fonu yöneticileri fon portföyünde yer alan otuz halka açık anonim ortaklığı kendileri seçmemektedir. Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği m. 6/2’de endeks yapıcı olarak ifade edilen kurum, endeks kapsamına alınacak ortaklıkları belirlemektedir. Fon yöneticileri yalnızca, BİST Pay Endeksleri Temel Kuralları’nda belirtilen kriterlere göre düzenlenmiş olan endeksleri takip etmek için ilgili halka açık anonim ortaklıkların paylarını portföylerine dahil etmekle yükümlüdürler.

Keza halka açık anonim ortaklıkların paylarına yatırım yapan emeklilik yatırım fonları da varoluş amaçları sebebiyle çalışmamızın kapsamına girmemektedir. Gerçekten de emeklilik yatırım fonlarının, Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu’nda belirten amaçlar dışında kullanılamayacağı ifade edilmiştir (BirEK m. 15/I). BirEK’in ve dolayısıyla emeklilik yatırım fonlarının amacı, kamusal nitelikteki sosyal

³⁹ Endeks, piyasada oluşan hareketlerin takip edilebilmesi, ihraç edilen finansal ürünlerde dayanak varlık olması, kolektif yatırım araçları için karşılaştırma ölçütü olarak kullanılması amaçlarıyla hesaplanmaktadır (<https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/2915/bist-endeksleri>). BİST pay endeksleri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Bist Pay Endeksleri Temel Kuralları, s. 5, <https://www.borsaistanbul.com/files/bist-pay-endeksleri-temel-kurallari2020.pdf>.

⁴⁰ *Okat*, s. 56; *Morley*, John: *Too Big To Be Activist*, SCLR 2019, Vol. 92, No. 6, s. 1413.

güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak, bireylerin emekliliğe yönelik tasarruflarının yatırıma yönlendirilmesi ile emeklilik döneminde ek bir gelir sağlanarak refah düzeylerinin yükseltilmesidir (BirEK m.1). Nitekim emeklilik yatırım fonlarının, paylarını satın aldıkları ortaklıkların yönetimlerinde temsil edilemeyeceği kabul edilmiştir [Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik⁴¹ (EmekYFY) m. 22-1/1]. Dolayısıyla, her ne kadar diğer yatırım fonlarıyla çoğu yönden benzerlik gösterecekler de emeklilik yatırım fonları kapsamında oluşturulan portföyler kanunen sınırlandırılmış amaç doğrultusunda yönetileceği için çalışma kapsamı dışında tutulmuştur. Ancak belirtmek gerekir ki çalışmanın devamında yapılan incelemeler niteliklerine uygun düştüğü ölçüde diğer yatırım fonları hakkında uygulanabilmektedir.

c- Yatırım Fonlarında Taraflar

Yatırım fonlarında taraflar; kurucu, katılma payı sahibi, yönetici ve saklayıcıdan oluşmaktadır. Yatırım fonları, ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan portföy yönetim ortaklıkları (*management company/Kapitalverwaltungsgesellschaft*) tarafından kurulmaktadır⁴² (SPKn m. 55/1). Anonim ortaklık şeklinde kurulmak zorunda olan portföy yönetim ortaklıkları, yatırım fonunun kurucusu olarak isimlendirilmektedir (YatFonT m. 3/1-m). Yatırım fonlarının kural olarak tüzel kişiliği bulunmadığı için, yatırım fonlarıyla ilgili iş ve işlemleri kurucu sıfatına sahip olan portföy yönetim ortaklıkları yerine getirmektedir.

⁴¹ RG. 13.03.2013, S. 28586.

⁴² Fon kurucusuna ilişkin yetki ve sorumluluklar, portföy yönetim ortaklıkları için düzenlenerek, AB'nin UCITs düzenlemelerine paralel olarak, yatırım fonlarının portföy yönetimi alanında uzman kurumlar tarafından yönetilebilmesi ve böylelikle fon sektörünün daha rekabetçi bir yapıya kavuşması amaçlanmıştır (bkz. SPKn m. 52'nin gerekçesi).

Kurucunun oluşturduğu yatırım fonuna tasarrufunu aktaran yatırımcıya, bunun karşılığında sahip olduğu hakları taşıyan ve fona katılımını gösteren katılma payı⁴³ verilmektedir (YatFonT m. 3/1-1). Yatırımcı, bu suretle katılma payı sahibi sıfatını kazanmaktadır (YatFonT m. 8/1). Kurucu ile katılma payı sahibi arasındaki hukuki ilişki taraflar arasında akdedilen ve öğretide “kolektif yatırım sözleşmesi⁴⁴”, “yatırım fonu sözleşmesi⁴⁵”, “müşterek yatırım sözleşmesi⁴⁶” ve “fon sözleşmesi⁴⁷” gibi isimlerle anılan bir sözleşme ilişkisidir. Bu ilişkiye SPKn’da, ilgili mevzuatta ve fon iç tüzüğünde hüküm bulunmayan hâllerde 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu⁴⁸’nun vekâlet sözleşmesi hükümleri kıyasen uygulanmaktadır (SPKn m. 52/4).

Kurucu ile katılma payı sahipleri arasında akdedilen kolektif yatırım sözleşmesi çerçevesinde toplanan sermaye ile çeşitli varlıkları satın alarak bir portföy oluşturan ve bu portföyü yöneten kişi yönetici olarak adlandırılmaktadır (YatFonT m. 3/1-ü). Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği⁴⁹ (PortYönŞT) uyarınca portföy yönetim ortaklığı, kurucusu olduğu fonların portföyünü bizzat yönetebileceği gibi, bu hizmeti başka bir portföy yönetim ortaklığından da alabilmektedir (PortYönŞT m. 8/4). Dolayısıyla, yatırım fonunda kurucu ve yönetici aynı portföy yönetim ortaklığı olabileceği gibi, farklı portföy yönetim ortaklığı da olabilmektedir.

⁴³ Katılma payları, pay benzeri menkul kıymetler arasında sayılan sermaye piyasası araçlarıdır [Karacan, Ali İhsan/Erişir Karacan, Esra: *Sermaye Piyasası Araçları*, İstanbul: Legal Yayıncılık, 2021, s. 223; Pay Tebliği (VII-128.1) (RG. 22.06.2013, S. 28685) m. 4/1-r].

⁴⁴ Tekinalp, *Sermaye Piyasası Hukuku*, s. 109; Yıldız Destanoğlu, s. 113; Berktaş Yüksel, Elif: *Türk Hukukunda Saf İnançlı İşlemler Pure Fiduciary Transactions in Turkish Law*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2022, 164. Biz de çalışmanın devamında “kolektif yatırım sözleşmesi” terimini kullanacağız.

⁴⁵ Yasaman, *Türk Hukukunda Uygulama*, s. 68.

⁴⁶ Şener, s. 103; Nomer, *Yatırım Fonları*, s. 602.

⁴⁷ Öngüt, s. 58.

⁴⁸ RG. 04.02.2011, S. 27836.

⁴⁹ RG. 02.07.2013, S. 28695.

Yöneticinin himayesindeki portföylerde yer alan ve saklamaya konu olabilecek varlıklar portföy saklama kuruluşu⁵⁰ (saklayıcı) nezdinde saklanmaktadır⁵¹ (SPKn m. 56/1; PortSakT m. 4/1). Portföy saklama hizmeti için kurucu ile portföy saklayıcısı arasında portföy saklama sözleşmesi akdedilmektedir (PortSakT m. 9). Portföy saklayıcısı, yatırım fonlarının varlık alım satımlarının, işlemlerin ve portföy yapısının mevzuat, izahname, fon iç tüzüğü ya da esas sözleşme hükümlerine uygunluğunu incelemekle yükümlü olsa da portföy saklama hizmeti verdiği portföylerin yönetiminden kaynaklanan zararlardan sorumlu değildir (PortSakT m. 5/3-c ve 11/3).

Ayrıca kurucu, katılma payı sahibi, yönetici ve saklayıcı arasındaki ilişkiler fon iç tüzüğü adı verilen belgede somutlaşmaktadır⁵². Fon iç tüzüğü, yatırım fonuna ilişkin genel esasları içeren, diğer bir ifadeyle yatırım fonunun temelini teşkil eden bir belgedir⁵³. Fon iç tüzüğünde, fon türü çerçevesinde yatırım yapılacak varlıklara ve portföy yönetim ilkelerine, katılma paylarının alım satımına, portföyün yönetimine ve saklanmasına portföyün değerlemesine, fon mal varlığından yapılabilecek harcamalara, fon gelir gider farkının katılma payı sahiplerine aktarılmasına ilişkin esaslar ile fona katılma ve fondan ayrılma koşulları yer almaktadır (YatFonT m. 8 ve YatFonT Ek-1).

⁵⁰ Portföy saklama kuruluşu, Takasbank ve portföy saklama hizmeti verme konusunda SPK tarafından yetkilendirilen banka ve aracı kurumları ifade etmektedir [Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 02.07.2013, S. 28695) m. 3/1-ı].

⁵¹ Mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu döneminde kurucu fonun korunmasından ve saklanmasından sorumlu tutulmaktaydı (bkz. m. 37/II). UCITs düzenlemesine uyum sağlamak amacıyla SPKn döneminde, portföy saklama hizmetinin bu konuda uzmanlaşmış kuruluşlardan alınması öngörülmüştür. Bunun yanı sıra portföy varlıklarının saklanmasına, portföyün mevzuata ve esas sözleşmeye uygun yönetilmesine ve fiyat açıklanmasına ilişkin mali sorumluluk, portföy saklama kuruluşlarına devredilmiştir (bkz. SPKn genel gerekçesi, s. 17).

⁵² Yıldız Destanoğlu, s. 130; Nomer, Yatırım Fonları, s. 609.

⁵³ Fon iç tüzüğü anonim ortaklıklardaki esas sözleşmeye benzetilmekte ve iç tüzük için âdeta yatırım fonunun anayasası ifadesi kullanılmaktadır (Yıldız Destanoğlu, s. 127).

3. Ortaklıklar Hukukuna Dayalı Model: Yatırım Ortaklığı

a- Yatırım Ortaklığı Kavramı

Kolektif yatırım kuruluşlarının hukuki yapılarına göre sınıflandırılmasında ikinci tür olan yatırım ortaklıkları⁵⁴; sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları ile SPKı tarafından belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla, paylarını ihraç etmek üzere kurulan anonim ortaklıklardır⁵⁵ (SPKı m. 48/1). Yatırım ortaklıklarının bir ortaklık şeklinde kurulması öngörüldüğü için, söz konusu ortaklıklar “ortaklıklar hukukuna dayalı model” (*corporate fund model/corporate fund/Satzungsform/Gesellschaftsverhältnis*) olarak adlandırılmaktadır⁵⁶.

b- Portföylerindeki Varlıkların Niteliğine Göre Yatırım Ortaklığı Türleri

Yatırım ortaklıkları da tıpkı yatırım fonları gibi çeşitli varlıklara yatırım yapabilmekte ve yatırım ortaklığının portföyünde ağırlıklı olarak yer alan varlık, aynı zamanda söz konusu yatırım ortaklığının türünü belirlemektedir. Nitekim yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemeler genel itibarıyla portföylerindeki varlıkların niteliğine göre ve bu varlıkların portföyde asgari bir oranda tutulması esası dikkate alınarak kaleme alınmıştır. Bu ayrıma göre yatırım ortaklıkları; Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği⁵⁷’nde (MenYatOT), Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği⁵⁸’nde ve Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği⁵⁹’nde düzenlenen yatırım ortaklıkları olmak üzere üçe ayrılmaktadır.

⁵⁴ Yatırım ortaklıkları kavramına karşılık gelmek üzere İngilizce “*investment companies*”, Almanca “*Investmentgesellschaft*” terimleri kullanılmaktadır.

⁵⁵ Yatırım ortaklıkları İsviçre ve Alman hukukunda anonim ortaklığın yanı sıra komandit ortaklık (*Investmentkommanditgesellschaft*) biçiminde de kurulabilmektedir (bkz. KAGB § 124/1 ve § 149/1; KAG m. 98/I).

⁵⁶ *Yasaman*, Türk Hukukunda Uygulama, s. 9; *Nomer*, Yatırım Ortaklıkları, 10; *Vural*, s. 22; *Tekinalp*, Model, s. 388; *Wang*, s. 930.

⁵⁷ RG. 27.05.2015, S. 29368.

⁵⁸ RG. 28.05.2013, S. 28660.

⁵⁹ RG. 09.10.2013, S. 28790.

Çalışmanın bundan sonraki kısmında, portföylerini ağırlıklı olarak halka açık anonim ortaklıkların paylarıyla oluşturan yatırım ortaklıkları esas alınacaktır. Söz konusu ortaklıklar, MenYatOT’da düzenlenen ve ağırlıklı olarak halka açık anonim ortaklıkların paylarına yatırım yapan sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıkları⁶⁰ (*investment companies with fixed capital/Investmentaktiengesellschaften mit fixem Kapital*) ile değişken sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıklarıdır⁶¹ (*investment companies with variable capital/Investmentaktiengesellschaften mit veränderlichem Kapital*). Sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıkları kayıtlı sermaye esasına göre kurulmaktayken (MenYatOT m. 4/1), değişken sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıklarda ortaklığın sermayesi net aktif değere⁶² eşittir (MenYatOT m. 41/1). Değişken sermayeli ortaklıklar bu yönüyle yatırım fonlarına benzemektedir⁶³.

c- Yatırım Ortaklıklarında Taraflar

Yatırım ortaklıklarında taraflar; yatırım ortaklığı, pay sahibi, yönetici ve saklayıcıdan oluşmaktadır. Yatırım ortaklıkları anonim ortaklık tipinde olup, gerçek kişi ve/veya tüzel kişiler tarafından kurulabilmektedirler (MenYatOT m. 7/1 ve 46/1). Yatırım fonları daha önce belirttiğimiz üzere yalnızca portföy yönetim ortaklıkları tarafından kurulabilmekteyken⁶⁴, yatırım ortaklıklarında böyle bir koşul aranmamaktadır.

Yatırımcılar, tasarruflarını yatırım ortaklıklarına aktarmaları karşılığında yatırım ortaklıklarından pay alarak pay sahibi sıfatını kazanmaktadırlar. Bu yüzden yatırım ortaklığı ile yatırımcı arasındaki ilişkilerde öncelikle ortaklıklar hukukuna ilişkin

⁶⁰ Söz konusu ortaklıklar, çalışmanın devamında “sabit sermayeli ortaklık” terimiyle ifade edilecektir. Nitekim MenYatOT m. 3/1-ü’de aynı kısaltma kullanılmaktadır.

⁶¹ Söz konusu ortaklıklar, çalışmanın devamında “değişken sermayeli ortaklık” terimiyle ifade edilecektir. Nitekim MenYatOT m. 3/1-ğ’de aynı kısaltma kullanılmaktadır.

⁶² Net aktif değer, ortaklık varlıklarının toplamından ortaklık borçlarının toplamının düşülmesi suretiyle bulunan tutarı ifade etmektedir (bkz. MenYatOT m. 3/1-o).

⁶³ Altay, s. 197-198.

⁶⁴ Bkz. Birinci Bölüm, I, B, 2, a.

hükümler uygulanmaktadır. Örneğin, sabit sermayeli ortaklıklarda pay sahipleri mali haklarla birlikte -genel kurula katılma, oy kullanma, genel kurul kararlarının iptalini isteyebilme gibi- idari hakları da kullanabilmektedirler⁶⁵. Buna karşılık, yatırım fonunun kurucusu ile katılma payı sahipleri arasındaki hukuki ilişki kolektif yatırım sözleşmesine dayandığı için katılma payı sahipleri, kurucuya karşı yalnızca alacak hakkına sahip olmaktadır⁶⁶. Örneğin, katılma payı sahipleri yatırım fonunun kâr payı dağıtması konusunda belirleyici olamamakta, ancak yatırım fonunda katılma payı sahiplerine kâr payı dağıtılmasına karar verilirse, katılma payı sahipleri kâr payı hakkına (alacak hakkına) sahip olmaktadır⁶⁷.

Yatırım ortaklıklarında, yatırımcılardan pay karşılığında toplanan nakitle çeşitli varlıklar satın alarak bir portföy oluşturan ve bu portföyü yöneten kişi yönetici olarak adlandırılmaktadır. Sabit sermayeli ortaklıklar, en az bir portföy yöneticisi istihdam etmek kaydıyla kendi portföylerini yönetebilecekleri gibi, portföy yönetim hizmetini ortaklık esas sözleşmesinde hüküm bulunması ve SPKr'nin onayının alınması koşuluyla, akdedilecek portföy yönetim sözleşmesi ile bir portföy yönetim ortaklığından da alabilmektedirler (SPKn m. 49/4; MenYatOT m. 19/1). Değişken sermayeli ortaklıklarda ise portföy yönetim hizmetinin bir portföy yönetim ortaklığından alınması zorunlu tutulmuştur (MenYatOT m. 60/1).

Yatırım ortaklıklarının portföylerinde yer alan ve saklamaya konu olabilecek varlıklar SPKr'nin portföy saklama hizmetine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde bir portföy saklama kuruluşu nezdinde saklanmaktadır (MenYatOT m. 32 ve 42/2). Portföy saklama hizmeti için yatırım ortaklığı ile portföy saklayıcısı arasında portföy saklama sözleşmesi akdedilmektedir. Portföy saklayıcısı, portföy saklama hizmeti verdiği

⁶⁵ Değişken sermayeli ortaklıklarda idari haklar yalnızca kurucu pay sahiplerine tanınmıştır (bkz. MenYatOT m. 53/2).

⁶⁶ Tekinalp, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 111.

⁶⁷ Tekinalp, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 111.

portföylerin yönetiminden kaynaklanan zararlardan sorumlu değildir (PortSakT m. 5/3-c ve 11/3).

C- Kolektif Yatırım Kuruluşlarına Hâkim Olan İlkeler

Kolektif yatırım kuruluşlarına hâkim olan ilkeler konusunda görüş birliği bulunmamaktadır⁶⁸. Aşağıda öğretilerde çoğunluk tarafından kabul edilen ilkeler incelenecektir.

1. Riskin Dağıtılması İlkesi

Kolektif yatırım kuruluşlarına hâkim olan ilkelerden birincisi riskin dağıtılması ilkesidir. Riskin dağıtılması ilkesiyle kastedilen kolektif yatırım kuruluşlarının yatırımlardan kaynaklanabilecek risklerden korunmaları için yatırımlarını çeşitlendirmeleridir⁶⁹. Kolektif yatırım kuruluşları, riski; mali, hukuki, coğrafi, sektörel ve yatırım aracı bakımından dağıtmaktadırlar⁷⁰. Böylece bazı varlıklardan doğan kayıplar diğer varlıklardan elde edilen kazançlarla telafi edilerek kâr ve riziko arasında bir denge sağlanmaktadır⁷¹. Riskin dağıtılması ilkesiyle amaçlanan husus riski tamamen ortadan kaldırmak değil, riski olabildiğince azaltmaktır⁷².

⁶⁸ Bu konuda bkz. *Yasaman*, Türk Hukukunda Uygulama, s. 51-59; *Nomer Ertan*, Nedret Füsün: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı, İÜHF 2013, C. 71, S. 2, s. 132; *Franco*, Nisim: Sermaye Piyasası Kanununun Yeni Bir Müessesesi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı, Batider 1985, C. 13, S. 2, s. 39; *Özeroğlu*, Ali İhsan: Türkiye'de Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Gelişimi ve Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkileri, TOD 2014, C. 7, S. 18, s. 406; *Bahtiyar*, Mehmet: Sermaye Piyasası Kanunu ve Tasarı Taslağı Açısından Yatırım Ortaklıkları, Makaleler II, İstanbul: Beta Yayınevi, 2008, s. 297-299.

⁶⁹ *Schwarcz*, Steven: *Systemic Risk*, GLJ 2008, Vol. 97, No. 1, s. 200; *Bines*, Harvey: *Modern Portfolio Theory and Investment Management Law: Refinement of Legal Doctrine*, CLR 1976, Vol. 76, No. 5, s. 732. *Tanör* bu durumu "yumurtaların ayrı sepete konulması" olarak ifade etmektedir (*Tanör*, Reha: *Türk Sermaye Piyasası*, C. 1, Taraflar, B. 2, İstanbul: Beta Yayınevi, 1999, s. 194).

⁷⁰ *Yasaman*, Türk Hukukunda Uygulama, s. 51-54. Öğretilerde, yatırımların çok sayıda araca yatırılmasının yöneticinin bu dağıtık yatırımları kontrol etmesini zorlaştıracığı, dolayısıyla bu ilkenin uygulanmasında yatırımların çok fazla çeşitlendirilmesinin doğru olmadığı da belirtilmektedir (*Yasaman*, Türk Hukukunda Uygulama, s. 52; *Vural*, s. 71; *Tekinalp*, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 140).

⁷¹ *Gürsoy*, Yatırım Fonları, s. 1; *Özeroğlu*, s. 406; *Tekinalp*, Model, s. 388; *Yasaman*, Fransız Yatırım Kuruluşları, s. 185; *Winter*, Ralph: *On "Protecting the Ordinary Investor"*, WLR 1988, Vol. 63, No. 4, s. 886.

⁷² *Franco*, s. 40; *Gürsoy*, Yatırım Fonları, s. 1; *Vural*, s. 67; *Nomer*, Yatırım Ortaklıkları, s. 127.

Kolektif yatırım kuruluşları bakımından, riskin dağıtılması ilkesine SPKn'da yer verilmemiş olup⁷³, yalnızca MenYatOT m. 5/1-b'de sabit sermayeli ortaklıkların faaliyet ve işlemlerinin açıklandığı hükümde riskin dağıtılmasına değinilmiştir⁷⁴. Öğretide, riskin dağıtılması ilkesine kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin tebliğlerin tamamında ve SPKn'da açıkça yer verilmesinin kanun yapma tekniği bakımından daha uygun olacağı ifade edilmektedir⁷⁵. Bununla birlikte işin doğası riskin dağıtılmasını zorunlu kıldığı için mevcut hükümlerden⁷⁶ bu ilkenin varlığını çıkarmak mümkündür.

2. Profesyonel Yönetim İlkesi

Sermaye piyasalarında yatırım yapmak için öncelikle sermaye piyasası araçları hakkında, sonrasında ise piyasaların yönünü etkileme ihtimali yüksek olan ekonomik, politik, hukuki ve teknolojik konularda bilgi ve tecrübe sahibi olunması gerekmektedir⁷⁷. Gerçekten de kolektif yatırım kuruluşlarının, riskin dağıtılması ilkesine uygun davranarak portföy değerini artırabilmeleri için, hangi yatırım aracını ne zaman ve ne miktarda portföye alacakları ile portföyde bulunan yatırım araçlarını ne zaman ve ne miktarda satacakları hakkında bilgi ve deneyim sahibi uzman kişilerden yararlanarak portföy işletme faaliyetini yerine getirmeleri gerekmektedir⁷⁸. Uzman kişiler portföy yönetirken, yatırım yaptıkları araçlar hakkında mali, istatistiksel, teknik, niteliksel ve geleceğe yönelik analizler yapmaktadırlar⁷⁹. Kolektif yatırım kuruluşları, istihdam ettikleri uzman

⁷³ Buna karşılık mülga 2499 sayılı SPKn'da yatırım fonlarını tanımlayan 37. maddede riskin dağıtılması ilkesine açıkça yer verilmekteydi.

⁷⁴ Ayrıca bkz. BirEK m.15/I.

⁷⁵ *Nomer*, Yatırım Ortaklıkları, s. 128-129. Karş. BirEK m. 15/I; UCITs m. 2/1-a.

⁷⁶ Bkz. YatFonT m. 17/1-a ve 17/2; MenYatOT m. 24/1-a, 65/1-a ve 65/2.

⁷⁷ *Franco*, s. 39-40; *Kaplan*, İbrahim: *Portföy Yönetim Sözleşmesi*, Batider 1995, C. 18, S. 1-2, s. 48-49.

⁷⁸ *Nomer*, Yatırım Ortaklıkları, s. 8.

⁷⁹ *Yasaman*, Türk Hukukunda Uygulama, s. 55.

araştırmacılar ve analistler sayesinde ileri seviyede piyasa tahmin modelleri geliştirmektedirler⁸⁰.

Kolektif yatırım kuruluşlarının istihdam ettiği veya dışarıdan hizmet aldığı portföy yöneticilerinin finansal piyasalar alanında belli bir tecrübeye sahip olmaları ve SPKr'nin lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri uyarınca belirlenmiş olan lisans belgelerine sahip olmaları gerekmektedir (MenYatOT m. 19/2 ve 42/1; PortYönŞT m. 8/2-e; YatFonT m. 5/2). Keza kolektif yatırım kuruluşlarının yönetim kurulu başkan ve üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile diğer ihtisas personellerinin taşınması gereken nitelikler bakımından da çeşitli koşullar öngörülmektedir (PortYönŞT m. 20; MenYatOT m. 15, 17, 18, 58 ve 59). Böylelikle hem yatırımcılar korunmakta hem de finansal sistemin istikrarlı bir şekilde devam etmesi sağlanmaktadır⁸¹. Kanun koyucu kolektif yatırım kuruluşlarının, üstlendiği riskleri değerlendirebilecek tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip olduklarını kabul ederek, onları yatırımcılar arasında “profesyonel müşteri” sınıfına dahil etmiştir⁸².

3. Portföyün Korunması İlkesi

Riskin dağıtılması ilkesi ile profesyonel yönetim ilkesi, kolektif yatırım kuruluşlarınca oluşturulan portföylerin nasıl yönetilmesi gerektiğini açıklamaktadır. Söz konusu ilkeler, esas itibarıyla kolektif yatırım kuruluşlarına tasarruflarını aktaran yatırımcıları korumaya yöneliktir. Gerçekten de kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerini riskin dağıtılması ve profesyonel yönetim ilkelerine göre işletmeleri,

⁸⁰ Lin, s. 484 ve 497.

⁸¹ Weber, Rolf: *Mapping and Structuring International Financial Regulation-A Theoretical Approach*, EBLR 2009, Vol. 20, No. 5, s. 669; Çetin, Nusret: *6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Yatırımcıların Korunması*, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu 6-7 Haziran 2013 İstanbul (Ed. Özkorkut, Korkut), Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2017, s. 459.

⁸² Profesyonel müşteri, kendi yatırım kararlarını verebilecek ve üstlendiği riskleri değerlendirebilecek tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip müşteriye ifade etmektedir [bkz. Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (III-39.1) (RG. 17.12.2013, S. 28854) m. 31/1].

kolektif yatırım kuruluşlarına yatırım yapan kişilerin tasarruflarının dolaylı olarak risklerden korunmasını ve değerinin artırılmasını hedeflemektedir.

Kanun koyucu, söz konusu dolaylı korumanın yanı sıra birtakım kurallar öngörerek kolektif yatırım kuruluşlarınca işletilen portföylerin kolektif yatırım kuruluşlarının alacaklılarından ve bazı işlemlerinden de korumak istemiştir. Diğer bir ifadeyle kanun koyucu kolektif yatırım kuruluşlarının, işlettikleri portföyleri kötüye kullanmasını engellemek için⁸³, portföylere ilişkin bazı düzenlemeler getirerek yatırımcıların tasarruflarını doğrudan korumayı amaçlamıştır. Böylelikle portföyün kişisel çıkarlara ve özel amaçlara hizmet etmek üzere kullanılması engellenmektedir⁸⁴.

Kanun koyucu yatırımcıları korumak için, yatırım fonlarının portföyünde bulunan varlıkların portföy yönetim ortaklığı ve portföy saklama hizmetini yürütecek kuruluşun mal varlığından ayrı olduğunu kabul etmiştir. Bunun yanı sıra fonun başka bir amaçla tasarruf edilemeyeceği, haczedilemeyeceği, iflâs masasına dahil edilemeyeceği, kanunda belirtilen bazı işlemler haricinde teminat gösterilemeyeceği ve rehnedilemeyeceği; fon üzerine ihtiyati tedbir konulamayacağı açıkça belirtilmiştir. Ayrıca fonun tasfiyesi durumunda yalnızca katılma payı sahiplerine ödeme yapılacağı ifade edilmiştir (SPKn m. 53).

Sabit veya değişken sermayeli ortaklıklarda da portföydeki varlıkların rehin verilemeyeceği ve portföye ilişkin olarak yapılan işlemler haricinde teminat olarak gösterilemeyeceği belirtilmiştir (MenYatOT m. 23/1-e ve 42/3). Bununla birlikte değişken sermayeli ortaklıkların tasfiyesi durumunda yalnızca pay sahiplerine ödeme yapılabileceği ifade edilmesine rağmen (MenYatOT m. 78/7), sabit sermayeli ortaklıkların tasfiyesi hâlinde ödemenin yapılacağı kişilere ilişkin herhangi bir özel

⁸³ Çetin, s. 439.

⁸⁴ Özeroğlu, s. 408.

hükme yer verilmediğinden Türk Ticaret Kanunu⁸⁵'nin (TTK) anonim şirketlere ilişkin tasfiye hükümleri (TTK m. 536-548) uygulanacaktır.

II. KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN YÖNETİMİNE KATILMA HAKKI ELDE ETTİĞİ FAALİYETLERİ

A- Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibi Olmaları (Portföy İşletmeciliği)

Kolektif yatırım kuruluşları yatırımcılardan topladıkları fonları çeşitli varlıklara ve işlemlere aktararak oluşturdukları portföyleri⁸⁶ işletmektedirler (MenYatOT m. 3/1-r; PortYönŞT m. 3/1-k). Ancak belirtmek gerekir ki pozitif düzenlemelerde portföy işletmeciliği hakkında açık bir tanıma rastlanılmamaktadır. Bununla birlikte MenYatOT m. 5/1'de sabit sermayeli ortaklıkların başlıca faaliyet ve işlemleri şu şekilde sayılmıştır: *“Ortaklık portföyünü oluşturmak, işletmek, gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak, portföy çeşitlendirmesi yaparak yatırım riskini, faaliyet alanlarına ve ortaklıkların durumlarına göre en aza indirecek bir biçimde dağıtmak, sermaye piyasası araçlarına, mali piyasa ve kurumlara, ortaklıklara ilişkin gelişmeleri sürekli izlemek ve portföy yönetimiyle ilgili olarak gerekli önlemleri almak, portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak”*.

MenYatOT m. 5/1'de sabit sermayeli ortaklıklar için belirtilen söz konusu faaliyet ve işlemler göz önüne alındığında; öğretilde, portföy işletmeciliği kavramı, esasen yatırım amaçlı oluşturulan mal varlığının değerinin korunması ve yükseltilmesi için, o mal varlığının kullanılması suretiyle portföye alınacak varlıkların ve bunların miktarının

⁸⁵ RG. 14.02.2011, S. 27486.

⁸⁶ Portföy kavramı hakkında bkz. Tekinalp, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 101; Franco, s. 33; Nomer, Yatırım Ortaklıkları, s. 64; Kaplan, s. 47; Bahtiyar, Mehmet: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Kuruluş ve Faaliyete Geçiş Şartları, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu'na 65. Yaş Günü Armağanı, İstanbul: Beta Yayınevi, 1999, s. 63; Karakaş, Fatma Tülay: Portföy Yönetim Sözleşmesi, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2000, s. 6.

belirlenmesi, portföye alınan varlıkların saklanması, söz konusu varlıkların portföyden çıkarılacağı zamanın ve çıkarılacak miktarının belirlenmesi için gerekli işlemlerin yapılması şeklinde tanımlanmaktadır⁸⁷.

Kolektif yatırım kuruluşlarının portföy işletmeciliği faaliyetinde yatırım yaptıkları sermaye piyasası araçlarının başında halka açık anonim ortaklıkların payları yer almaktadır. Yatırım ortaklıklarının portföylerinde yer alan paylar, tüzel kişiliğe sahip olmaları nedeniyle yatırım ortaklıklarına aittir. Dolayısıyla, yatırım ortaklıkları portföylerine dahil ettikleri paylar aracılığıyla halka açık anonim ortaklıklarda pay sahibi olarak söz konusu ortaklıkların yönetimine katılma hakkı elde etmektedirler.

Yatırım fonları bakımından ise portföy yönetim ortaklıklarının mı yoksa yatırım fonlarının mı halka açık anonim ortaklıklarda pay sahibi olduğu tartışılabilir. Hukukumuzda yatırım fonlarında inançlı mülkiyet esası kabul edilmektedir⁸⁸. Bu durum, yatırım fonu kavramının tanımının yapıldığı SPKn m. 52/1’de “[...] tasarruf sahiplerinden [...] toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre [...] oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla

⁸⁷ Nomer, Yatırım Ortaklıkları, s. 65.

⁸⁸ Tespit edebildiğimiz kadarıyla, yatırım fonlarında mal varlığı üzerindeki mülkiyet hakkının belirlenmesinde iki yöntem tercih edilmektedir (Yasaman, Türk Hukukunda Uygulama, s. 149; Nomer, Nedret Fusun: Yatırım Fonlarında Katılma Belgesi Sahibi ile Kurucu Arasındaki Hukuki İlişki ve Katılma Belgesi Sahibinin Hukuki Konumu, Prof. Dr. Ömer Teoman’a 55. Yaş Günü Armağanı, C. 1, İstanbul: Beta Yayınevi, 2002, s. 612). Bunlardan ilki “paylı mülkiyet”tir. Katılma payı sahipleri portföyde yer alan varlıkların tamamı üzerinde hak sahibi olmaktadır (Yasaman, Türk Hukukunda Uygulama, s. 151-152). Yatırım fonlarında paylı mülkiyet sistemi hakkında bkz. Zetzsche, Dirk Andreas/Nast, Dominik: Kapitalanlagegesetzbuch Kommentar (Hrsg. Assmann, Heinz-Dieter/Wallach, Edgar/Zetzsche, Dirk Andreas), Aufl. 2, Köln: Verlag Dr. Otto Schmidt KG, 2023, s. 913-914. İkinci ise “inançlı mülkiyet”tir. Buna göre, katılma payı sahipleri (inanan) ile kurucu portföy yönetim şirketi (inanılan) arasında kolektif yatırım sözleşmesi (inanç sözleşmesi) akdedilmekte, bu sözleşmeyle birlikte katılma payı sahiplerinden toplanan sermaye portföy yönetim ortaklıklarının mülkiyetine geçmekte, portföy yönetim ortaklıkları da söz konusu sermayeyi çeşitli varlıklara yatırım yaparak kendi adına katılma pay sahiplerinin hesabına yönetmektedir. Alman hukukunda paylı mülkiyet ve inançlı mülkiyet arasındaki tercih kurucuya bırakılmaktadır (bkz. KAGB § 92/1). Avusturya hukukunda paylı mülkiyet (bkz. IFG m. 46/1), İsviçre hukukunda ise inançlı mülkiyet esası kabul edilmektedir (bkz. Finanzinstitutsgesetz/FINIG m. 32; KAG m. 25/I-b).

*portföy yönetim şirketleri tarafından [...] kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığına yatırım fonu adı verilir” hükmünde açıkça ifade edilmektedir*⁸⁹.

Yukarıdaki açıklamadan sonra, Türk hukukunda yatırım fonlarında mal varlığı (örneğin halka açık anonim ortaklıklardaki paylar) üzerindeki mülkiyet hakkının portföy yönetim ortaklığına ait olduğu sonucuna ulaşılmaktadır (SPKn m. 52/1). Ancak SPKn m. 52/3 ve 52/5 hükümleri bu sonuç bakımından haklı bir tereddüt yaratmaktadır. Zira SPKn m. 52/1’de yatırım fonunun “tasarruf sahipleri hesabına” yönetileceği belirtilmişken, SPKn m. 52/3’te portföy yönetim şirketinin yatırım fonuna ait varlıklar üzerinde “kendi adına ve fon hesabına” tasarrufta bulunmaya ve bundan doğan hakları kullanmaya yetkili olduğu belirtilmektedir. SPKn m. 52/1 ve 3 hükümleri arasında tereddüt yaratan husus, portföy yönetim ortaklıklarının fondaki mal varlığını tasarruf sahiplerinin hesabına mı yoksa fonun hesabına mı yönettiğiyle ilgilidir. Hatta KVK’daki yatırım fonu tanımı da dikkate alındığında söz konusu tereddüt daha da karmaşık bir hal almaktadır. Zira KVK ek m. 2/1-u’da yatırım fonu, *“tasarruf sahiplerinden toplanan para veya diğer varlıklardan oluşan portföyleri tasarruf sahipleri namına değerlendiren [...] işletmeler”* olarak ifade edilmektedir. SPKn m. 52/1 ve 52/3 hükümleri ile KVK ek m. 2/1-u hükmünü birlikte değerlendirdiğimizde portföydeki varlıkların kimin adına, kimin hesabına ve kim tarafından yönetildiği konusu daha da karışmaktadır.

Ayrıca SPKn m. 52/5’te yatırım fonlarının anılan hükümde belirtilen sicil işlemleriyle sınırlı olarak tüzel kişiliğe sahip oldukları ifade edilmektedir. Fonun sınırlı tüzel kişiliği haiz olduğu sicil işlemleri SPKn m. 52/5 hükmünün ilk hâlinde yalnızca tapu işlemleri için öngörülmüşken, 7222 sayılı Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun⁹⁰ m. 32 ile eklenen hükümle diğer resmî sicillerdeki her türlü sicil işlemi için kabul edilmiştir. Bu değişiklikte özellikle fonun ortağı olacağı

⁸⁹ Benzer hüküm mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu m. 37/I’de de yer almaktaydı.

⁹⁰ RG. 25.02.2020, S. 31050.

limited ve anonim şirketlerin kuruluş, sermaye artırımı veya pay devri işlemleri dâhil her türlü ticaret sicili işlemlerinde fonun sınırlı tüzel kişiliğe sahip olduğu açıkça belirtilmektedir. SPKn m. 52/1 ve 52/5 hükümleri arasında tereddüt yaratan husus, yatırım fonlarında mal varlığı üzerindeki mülkiyet hakkının yatırım fonuna mı yoksa portföy yönetim ortaklığına mı ait olduğuyla ilgilidir. Zira tescil, değişiklik, terkin ve düzeltme talepleri dâhil olmak üzere her türlü sicil işlemlerinde yatırım fonunun sınırlı tüzel kişiliğe sahip olduğu kabul edilmiştir (SPKn m. 52/5).

Görüldüğü gibi SPKn m. 52/1, 3 ve 5 hükümleri birlikte değerlendirildiğinde yatırım fonlarının portföylerinde yer alan halka açık anonim ortaklık paylarının kime ait olduğu, kimin hesabına yönetildiği konusunda birbiriyle çelişen ifadeler bulunmaktadır. Kanaatimizce SPKn m. 52/1 hükmünde belirtilen yatırım fonlarının inançlı mülkiyet esasına göre yönetildiği ifadesi kabul edilerek hareket edilmelidir. Bu kapsamda SPKn m. 52/3 hükmündeki “fon hesabına” kavramının yanlış düzenlendiğini veya tercüme edildiğini düşünmekteyiz. Zira SPKn m. 52/1’de “tasarruf sahipleri hesabına” ifadesi kullanılmışken, aynı maddenin üçüncü fıkrasında “fon hesabına” ifadesinin kullanılması çelişki yaratmaktadır. Nitekim YatFonT m. 8/1’de, fon iç tüzüğüne taraf olma katılma payı sahipleri, kurucu, portföy saklayıcısı ve varsa yönetici olduğu belirtilmiş olup, taraflar arasında yatırım fonundan bahsedilmemektedir. Ayrıca kanun koyucu SPKn m. 52/4’te yatırım fonlarına değinmeden portföy yönetim ortaklıkları ile katılma payı sahipleri arasındaki ilişkiyi düzenlemektedir. Bütün bu düzenlemeler inançlı mülkiyet ilişkisinin katılma payı sahipleri ile portföy yönetim ortaklıkları arasında kurulduğunu, diğer bir ifadeyle yatırım fonlarının inançlı mülkiyet ilişkisine taraf olmadığını göstermektedir⁹¹. İnançlı mülkiyet ilişkisinde inanılan (portföy yönetim ortaklığı),

⁹¹ Manavgat, Çağlar: *Yatırım Fonu Portföyündeki Payların Pay Alım Teklifi Zorunluluğu Bakımından Değerlendirilmesi*, Prof. Dr. Zühtü Aytaç’a Armağan, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2022, s. 128-129.

güvene dayanarak iktisap ettiği mülkiyet hakkının tek başına sahibi olduğundan⁹² ve yatırım fonları inançlı mülkiyet ilişkisinin tarafı olmadıkları için güven ilişkisine konu varlıklar üzerinde hak sahibi değildirler.

Keza Alman ve Avusturya hukukunda yatırım fonundaki varlıklar üzerinde tasarrufta bulunulması ve varlıklardan doğan hakların kullanılmasında portföy yönetim ortaklığının kendi adına ve yatırımcıların hesabına hareket etmesinden bahsedilmekte, ancak “fon hesabına” ifadesi kullanılmamaktadır (KAGB § 93/1-3; IFG m. 52). Benzer biçimde Alman ve Avusturya öğretisinde de portföy yönetim ortaklıklarının yatırımcılar hesabına işlemlerde bulunduğu belirtilmektedir⁹³. Bu yüzden anılan hukuk sistemlerine benzer şekilde hukukumuzda da SPKn m. 52/3 hükmünde geçen “fon hesabına” ifadesinin, “tasarruf sahipleri hesabına” olarak anlaşılmasının SPKn m. 52/1 hükmüyle uyumlu olacağı kanaatindeyiz⁹⁴. Zira yatırım fonunun kural olarak tüzel kişiliği bulunmadığı için portföy yönetim ortaklığı fonun bir temsilcisi veya organı değildir⁹⁵. Nitekim KVK’da “yatırım fonunu yönetenlerin” kurumlar vergisine mahsuben %15 oranında kesinti yapmak zorunda oldukları belirtilmektedir (KVK m. 15/1).

SPKn m. 52/5 hükmünü değerlendirecek olursak, kanun koyucu yatırım fonlarının SPKn m. 52/5’te belirtilen sınırlı hâller bakımından (istisnaen) tüzel kişiliği haiz olduğunu varsaymaktadır. Ancak kanaatimizce yatırım fonlarında sınırlı tüzel kişiliğin kabul edilmesindeki amaç, yatırım fonları için kabul edilmiş olan inançlı mülkiyet esasını değiştirmek değildir. Öyle olsaydı SPKn m. 52/1 hükmündeki “inançlı mülkiyet” ve “tüzel kişiliği bulunmayan” ifadelerinin kaldırılması veya değiştirilmesi gerekirdi. Keza SPKn m. 52/3’te portföy yönetim ortaklığının yatırım fonuna ait varlıklar üzerinde “kendi

⁹² Gürsoy, Yatırım Fonları, s. 111; Özsunay, Ergun: *Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta İnançlı Muameleler*, İstanbul: Cezaevi Matbaası, 1968, s. 237.

⁹³ Gürsoy, Yatırım Fonları, s. 109, 110 ve 117; Jutzi, Thomas/Sieradzki, Damian: *Geltungsbereich des Kollektivanlagenrechts*, Zürich: EIZ Publishing, 2022, s. 125.

⁹⁴ Karş. FINIG m. 32.

⁹⁵ Gürsoy, Yatırım Fonları, s. 110.

adına” tasarrufta bulunmaya ve bundan doğan hakları kullanmaya yetkili olduğu da ifade edilmezdi. Kanaatimizce SPKn m. 52/5 hükmü portföy yönetim ortaklıklarının mal varlıkları ile ortaklıkların yönettikleri fon varlıklarının birbirine karışmasını ve portföy yönetim ortaklıklarının fon varlıklarını kötüye kullanmasını engellemeyi amaçlamaktadır⁹⁶. Nitekim tapuda, ticaret sicilinde ve diğer resmî sicillerde yapılacak işlemlerde portföy yönetim ortaklığının yetkilisinin yanı sıra portföy saklama hizmetini yürüten kuruluşu temsil eden bir yetkilinin imzasının aranması (müşterek imza) da bu görüşe dayanak olarak gösterilebilecektir (SPKn m. 52/5).

Ayrıca portföy yönetim ortaklıklarının şemsiye fon kapsamında birden fazla fon ihraç etmesi (YatFonT m. 4/1) ve fonlarda yer alan varlıkların tamamının portföy yönetim ortaklığı adına ilgili sicillere kaydedilmesi, uygulamada karışıklıklara neden olabilmektedir. Bu yüzden varlıkların, ait oldukları fonlara göre ilgili sicile kaydedilmesi ve sicil işlemlerinin fon üzerinden yapılması pratik bir sonuca yöneliktir. Nitekim bu durum, Plan ve Bütçe Komisyonu’nun Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı’na ilişkin komisyon raporunda “[...] yatırım fonunun tüzel veya gerçek kişi statüsünde olmaması nedeniyle uygulamada karşılaşılabilecek hukuki problemlerin önüne geçilebilmesi ve taşınmazların fon adına tapuya tescil edilebilmesi amacıyla [...] Fon, tapuya tescil işlemleri ile sınırlı olarak tüzel kişiliği sahip addolunur şeklinde bir cümle eklenmesi [...]” ve SPKn m. 52/5’e 7222 sayılı Kanun ile eklenen bölümün madde gerekçesinde⁹⁷ “[...] tüzel kişiliği bulunmayan yatırım fonlarının tapu, ticaret sicili ve diğer resmi sicillerde tescil, değişiklik, terkin ve düzeltme talepleri dâhil olmak üzere her türlü sicil işlemlerinde tüzel kişiliği haiz addolunmaları öngörülerek, Gayrimenkul Yatırım Fonlarının tescil dışındaki diğer tapu işlemlerinde ve Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının ortağı olacakları limited ve anonim şirketlerin kuruluş, sermaye artırımı veya

⁹⁶ Keza fon mal varlığının ayrılığı SPKn m. 53’te özel olarak düzenlenmiştir.

⁹⁷ Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Teklifi (2/2596) ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu, Dönem: 27, Yasama Yılı: 3, Sıra Sayı No: 176, s. 15.

pay devri işlemleri dâhil her tür ticaret sicili işlemlerinde yaşadıkları problemlerin önüne geçilmesi amaçlanmaktadır” biçiminde açıklanmıştır.

Sonuç olarak, yatırım fonlarında kabul edilen inançlı mülkiyet esası gereği fon mal varlığı üzerindeki mülkiyet hakkının portföy yönetim ortaklıklarına ait olduğu⁹⁸, bu itibarla portföy yönetim ortaklıklarının varlıklar üzerinde kendi adına katılma payı sahipleri hesabına tasarrufta bulunmaya ve bundan doğan hakları kullanmaya yetkili oldukları kanaatindeyiz. Bu yüzden portföy yönetim ortaklıkları, pay sahibi olduklarında halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılma hakkını elde etmektedirler. Eklemek gerekir ki yatırım fonlarının portföyündeki varlıkların kime ait olduğu sorunu çalışmamızın içeriğini ve ilerleyişini etkileyecek nitelikte değildir; çünkü yukarıda yapılan açıklamalar yalnızca SPKn m. 52 hükmündeki ifadelerin karışıklığa neden olduğu düşünülerek yapılmıştır. Kanun koyucunun söz konusu hükmü tekrar ele alarak yeniden düzenlemesi ve bunu yaparken yatırımcıları, portföy yönetim ortaklıklarını ve yatırım fonlarının hukuki konumunu açık bir şekilde ifade etmesi yatırım fonlarıyla ilgili bu sorunu ortadan kaldıracaktır.

B- Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Vekili Olmaları (Portföy Yöneticiliği)

Portföy yöneticiliği, bir sermaye piyasası faaliyeti olup, yatırım hizmet ve faaliyetleri arasında sayılmaktadır (SPKn m. 37/1-ç). Portföy yöneticiliği ve portföy işletmeciliği esasen yatırım amaçlı oluşturulan mal varlığının değerinin korunması ve

⁹⁸ *Berktaş Yüksel*, s. 180. Mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu döneminde de fon mal varlığında yer alan varlıkların mülkiyetinin portföy yönetim ortaklığına ait olduğu ifade edilmekteydi (*Nomer*, Yatırım Fonları, s. 613; *Yıldız Destanoğlu*, s. 124). Keza mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun gerekçesinde de buna değinilmiştir: “*İnançlı mülkiyet esasında fona inançlı olarak fon yöneticisi maliktir. Tasarruf sahipleri muamelelerinin bir kısmını katılma belgesi olarak inançlı yöneticinin mülkiyetine verirler. Bu intikal bir inanç sözleşmesi (yatırım fonlarında fon sözleşmesi, fon iç tüzüğü) ile sağlanır. Yönetici sözleşme çerçevesinde katılma belgeleri karşılığında aldığı paraların maliki olur, ancak, bu paraları sözleşme çerçevesinde kullanmak zorundadır*” (bkz. mülga 2499 sayılı Kanun’un genel gerekçesi, s. 9) [Sermaye Piyasasının Düzenlenmesi ve Denetimi Hakkında Kanun Tasarısı ve Bütçe-Plan Komisyonu Raporu (1/157), Milli Güvenlik Konseyi, Sıra Sayı No: 217].

yükseltilmesi için, o mal varlığının kullanılması suretiyle portföye alınacak varlıkların ve bunların miktarının belirlenmesi, portföye alınan varlıkların saklanması, söz konusu varlıkların portföyden çıkarılacağı zamanın ve miktarının belirlenmesi için gerekli işlemlerin yapılmasını ifade etmektedir⁹⁹. Temel olarak aynı işlemleri gerçekleştirirler de portföy yöneticiliği ve portföy işletmeciliği arasında bazı farklılıklar bulunmaktadır¹⁰⁰.

Portföy işletmeciliğinde, yatırımcılardan toplanan fonlar bir araya getirilmekte ve bu fonlar kullanılarak bir portföy oluşturulmakta ve işletilmektedir. Nitekim kolektif yatırım kuruluşlarında yatırım olgusuna kolektif nitelik veren husus, birbirini tanıyan ya da tanımayan birden fazla yatırımcının birikimini kolektif yatırım kuruluşuna aktarmalarıdır¹⁰¹. Buna karşılık, portföy yöneticiliğinde müşterilerin yatırımları bir araya getirilerek kullanılmamakta, her müşteriye ayrı ayrı portföy yönetim hizmeti verilmektedir (YatHizT m. 37/1).

Portföy işletmeciliğinde, portföye alınan varlıkların mülkiyeti, yatırım ortaklığına aitken, yatırım fonlarında inançlı mülkiyet esaslarına göre yatırım fonunun kurucusu olan portföy yönetim ortaklığına aittir. Buna karşılık portföy yöneticiliğinde, söz konusu hizmeti sunan kuruluşlar yalnızca vekil sıfatıyla portföydeki varlıkları yönetmektedirler (YatHizT m. 37/1; PortYönŞT m. 32/1). Dolayısıyla, portföy yöneticiliği faaliyeti kapsamında müşterilerin portföylerine alınan varlıkların mülkiyeti müşterilere aittir.

Ayrıca portföy yöneticiliği “bireysel portföy yöneticiliği” ve “kolektif portföy yöneticiliği” faaliyeti olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (PortYönŞT m. 3/1-m). Bireysel portföy yöneticiliği faaliyeti, kolektif yatırım kuruluşlarının portföyleri hariç olmak

⁹⁹ Nomer, Yatırım Ortaklıkları, s. 65.

¹⁰⁰ Kanun koyucu, portföy yöneticiliği ve portföy işletmeciliği arasındaki farklılıklar nedeniyle, bilinçli bir şekilde kolektif yatırım kuruluşlarına özgü olarak ve bunların faaliyetlerini ifade etmek üzere portföy yöneticiliği kavramı yerine portföy işletmeciliği kavramını kullanmaktadır (Nomer, Yatırım Ortaklıkları, s. 65-66; Okat, s. 88; Günal, Vural: *Sermaye Piyasası Hukuku Esasları*, İstanbul: Beta Yayınevi, 2007, s. 148).

¹⁰¹ Aksoy, Murat Uğur: *Yatırım Ortaklıklarının Temel Kavramları Üzerine*, İkt. Mal. Der. 1974, C. 20, S. 11, s. 413.

üzere, finansal varlıklardan oluşan portföylerin, her bir müşteri adına, doğrudan veya dolaylı bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesini ifade etmektedir (YatHizT m. 37/1). Bireysel portföy yöneticiliği, müşterilerin mali durumuna, risk-getiri tercihlerine ve yatırım süresine uygun portföyler oluşturulması ve yönetilmesi, söz konusu portföylerin takip edilmesi ve müşterinin SPKr'nin ilgili düzenlemeleri uyarınca bilgilendirilmesi hizmetlerini kapsamaktadır (YatHizT m. 37/2). Portföy yönetim ortaklıklarının yanı sıra yatırım ve kalkınma bankaları ile aracı kurumlar da bireysel portföy yöneticiliği hizmeti vermektedirler (YatHizT m. 38/1).

Kolektif portföy yöneticiliği faaliyeti ise kolektif yatırım kuruluşlarına ait portföylerin, portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde, her bir kuruluş adına vekil sıfatıyla yönetilmesidir¹⁰². Söz konusu faaliyet, yalnızca portföy yönetim ortaklıkları tarafından yerine getirilebilmektedir. Kolektif portföy yöneticiliği faaliyeti, portföy yönetim ortaklıklarının, kurucusu olmadıkları yatırım fonlarının portföylerini veya yatırım ortaklıklarının portföylerini yönetmesi şeklinde gerçekleşmektedir (PortYönŞT m. 32/3).

Portföy yöneticiliği faaliyetinde, yönetilen portföylerde yer alan paylar müşterilerin mülkiyetinde bulunduğu için pay sahipliğinden kaynaklanan mali ve idari haklar müşterilere ait olmaktadır. Ancak portföy yöneticiliği faaliyetinde, müşterilerin portföyünde yer alan paylardan doğan oy hakkı gibi idari hakların kullanılması, vekâleten portföy yönetim ortaklıklarına bırakılabilmektedir (YatHizT m. 42/3; PortYönŞT m. 36/1). Bu durumda portföy yönetim ortaklıkları, önce müşterilerinin portföylerine paylarını satın alacakları halka açık anonim ortaklıkları belirlemekte; sonrasında ise müşterilerinin pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların genel kurullarında söz konusu paylardan kaynaklanan oy haklarını vekil sıfatıyla kullanabilmektedirler.

¹⁰² Kolektif portföy yöneticiliği faaliyetinin kapsamı hakkında bkz. PortYönŞT m. 32/2.

Dolayısıyla, portföy yönetim ortaklıkları portföy yöneticiliği faaliyetinde müşterilerinin (pay sahiplerinin) vekili olarak halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılma hakkı elde etmektedirler.

III. KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN YÖNETİMİNE KATILMA HAKKININ SINIRLANDIRILMASI

A- Sınırlama Nedenleri

Kolektif yatırım kuruluşları, işlettikleri portföyler kapsamında pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine etki edebilecek miktarda payı satın alacak ekonomik güce sahiptirler¹⁰³. Gerçekten de kolektif yatırım kuruluşları, özellikle oy hakkında veya yönetim kurulunda temsil edilmeye imtiyazlı payların bulunmadığı halka açık anonim ortaklıklarda yüksek oranda pay sahibi olduklarında, pay sahipliğinden kaynaklanan haklarını kullanarak halka açık anonim ortaklıkların yönetimine farklı biçimlerde etki edebilirler. Örneğin, kolektif yatırım kuruluşları halka açık anonim ortaklıkların genel kurullarında oy çoğunluğunu sağlayacak miktarda paya sahip olduklarında, söz konusu ortaklıklara hâkim olabilmekte, ortaklıkların yönetim kurullarını belirleme yetkisine kavuşmaktadırlar.

İkinci ihtimalde, ortaklıklar topluluğu içerisinde bağlı (yavru) ortaklık konumunda bulunan bir kolektif yatırım kuruluşu, aynı ortaklıklar topluluğunun içerisindeki diğer bağlı ortaklığın piyasadaki rakibi olan halka açık bir anonim ortaklığa yatırım yaparak pay sahibi olabilir ve pay sahipliğinden kaynaklanan -dava açma hakkı,

¹⁰³ Örneğin, MKK'nın 19.05.2025 tarihli piyasa verilerine göre yatırım fonlarınca işletilen portföylerin toplam değeri 5,60 milyar Türk Lirası'dır (<https://www.vap.org.tr/?col=123>).

oy hakkı gibi- idari haklarını, bu ortaklığın işlerini geciktirmek veya engellemek için kullanabilir¹⁰⁴.

Üçüncü ihtimalde, ortaklıklar topluluğu içerisinde bağlı ortaklık konumunda bulunan bir kolektif yatırım kuruluşu, aynı ortaklıklar topluluğunda yer alan halka açık bir anonim ortaklığa yatırım yaparak pay sahibi olabilir. Sonrasında, pay sahibi olduğu halka açık anonim ortaklığın yönetimi tarafından gerçekleştirilecek hukuka aykırı işlemlere karşı pay sahipliğinden kaynaklanan idari haklarını kullanmayarak bunlara göz yumabilir veya söz konusu işlemlere ilişkin önemli kararlarda pay sahipliğinden kaynaklanan idari haklarını kullanarak işlemin gerçekleşmesini sağlayabilir.

İkinci ve üçüncü ihtimaller, özellikle bankaların da içerisinde bulunduğu ortaklıklar topluluğu ilişkilerinde ön plana çıkmaktadır¹⁰⁵. Zira ortaklıklar topluluğunda genellikle holdingler hâkim ortaklık; bankalar ise bağlı ortaklık konumundadır ve holdingler, bankalar üzerinden portföy yönetim ortaklıklarına ve kolektif yatırım kuruluşlarına dolaylı hâkimiyet sağlamaktadırlar. Bu duruma örnek olarak Koç Holding Anonim Ortaklığı, Yapı ve Kredi Bankası Anonim Ortaklığı, Yapı Kredi Portföy Yönetimi Anonim Ortaklığı¹⁰⁶ veya Hacı Ömer Sabancı Holding Anonim Ortaklığı, Akbank Türk Anonim Ortaklığı, Ak Portföy Yönetimi Anonim Ortaklığı¹⁰⁷ verilebilir.

Ayrıca kolektif yatırım kuruluşlarının, himayelerindeki yüksek tutardaki nakdi, halka açık anonim ortaklıkların paylarında fiyat değişikliği yaratacak şekilde manipülatif bir biçimde kullanmaları da mümkündür¹⁰⁸. Nitekim BİST'te işlem gören halka açık

¹⁰⁴ Splinter, Christopher: *Aktiengesetz Kommentar* (Hrsg. Grigoleit, Hans Christoph), Aufl. 2, München: Verlag C. H. Beck, 2020, § 134b Rn. 13.

¹⁰⁵ Schmolke, Klaus: *Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds*, ZGR 5/2007, s. 710-711.

¹⁰⁶ <https://www.kap.org.tr/tr/sirket-bilgileri/genel/1005-koc-holding-a-s>. Belirtmek gerekir ki çalışmada verilen örnekler rastgele seçilmiştir. Örnekler arasında mümkün oldukça farklı kolektif yatırım kuruluşlarına, portföy yönetim ortaklıklarına ve halka açık anonim ortaklıklara yer verilmeye çalışılmıştır.

¹⁰⁷ <https://www.kap.org.tr/tr/sirket-bilgileri/genel/976-haci-omer-sabanci-holding-a-s>.

¹⁰⁸ Nomer, Yatırım Ortaklıkları, s. 176.

anonim ortaklıkların dolaşımdaki pay oranlarının düşük olması¹⁰⁹ manipülasyonun yapılmasını kolaylaştırmaktadır.

Yukarıda izah edilen ihtimaller karşısında, kolektif yatırım kuruluşlarının, faaliyetlerinin portföy işletmekten ibaret olduğu, bu yüzden kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimini kontrol amacı gütmemeleri, yönetimine müdahale etmemeleri, ortaklığın hâkimiyetini ele geçirmeye yönelik işlemler yapmamaları gerektiği ifade edilmektedir¹¹⁰. Nitekim mülga Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği¹¹¹ m. 3/II’de, yatırım ortaklıklarının, paylarını satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde sermayesine ve yönetimlerine hâkim olma amacı güdemeyecekleri açıkça belirtilmiştir. Keza UCITs m. 56/1’de kolektif yatırım kuruluşlarının ihraççıların yönetiminde önemli bir etkide bulunmalarını sağlayabilecek nitelikte oy hakkı tanıyan paylara sahip olamayacakları açıkça belirtilmiştir. Benzer şekilde İsviçre hukukunda da kolektif yatırım kuruluşlarının ihraççıların yönetimi üzerinde önemli bir etkiye sahip olmalarına imkân tanıyan özellikteki payları edinemeyecekleri ifade edilmiştir¹¹². Buna karşılık, Türk hukukunda yürürlükteki düzenlemelerde böyle bir hüküm yer almamaktadır.

¹⁰⁹ *Manavgat* bu durumu 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu’nda yapılan bir tartışmada dile getirmiştir [bkz. *Aytaç, Zühtü: Halka Açık Anonim Ortaklıklara İlişkin Yenilikler*, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu 6-7 Haziran 2013 İstanbul (Ed. *Özkorkut, Korkut*), Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2017, s. 45]. Keza Veri Analiz Platformu’nda (VAP) yayımlanan bilgilere göre halka açık anonim ortaklıkların toplam fiili dolaşım oranları 2010-2025 yılları arasında en fazla %31,62, en düşük ise %23,43 olmuştur (<https://www.vap.org.tr/fiili-dolasim-raporu>).

¹¹⁰ *Nomer*, Yatırım Ortaklıkları, s. 129; *Benicke, Christoph: Wertpapiervermögensverwaltung*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2006, s. 899; *Olgiatti, Lorenzo/Kindler, Thomas: Eine neue Rolle für schweizerische institutionelle Anleger? Internationale Corporate Governance-Entwicklung als Schrittmacher*, ST 11/2002, s. 1065.

¹¹¹ RG. 31.07.1992, S. 21301.

¹¹² Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Yönetmelik [*Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagenverordnung/KKV)*] m. 84/1, <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2006/859/de>.

B- Sınırlamalar

1. Genel Sınırlamalar

Kolektif yatırım kuruluşlarının, pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine müdahale etmelerini, yatırım amacından uzaklaşmalarını engellemek¹¹³ için bazı sınırlamalar kabul edilmiştir. Bunları açıklamadan önce belirtmek gerekir ki söz konusu sınırlamalar yatırım fonlarında serbest fon¹¹⁴ (*hedge fund/Hedgefonds*), yatırım ortaklıklarında ise serbest portföy olarak ifade edilen kolektif yatırım kuruluşları bakımından uygulanmamaktadır (YatFonT m. 6/1-d ve 25/1; MenYatOT m. 43/1-d ve 73/1); çünkü bahsedilen kolektif yatırım kuruluşlarının payları, yatırım konusunda profesyonel kabul edildikleri için yatırım davranışları ayrıca düzenlenme gereği duyulmayan nitelikli yatırımcılara¹¹⁵ satılmaktadır¹¹⁶.

Genel sınırlamalarda, kolektif yatırım kuruluşlarının bir finansal varlığa yapabilecekleri yatırım miktarını sınırlandıran bazı azami oranlar öngörülmektedir¹¹⁷. Sözü edilen azami oranlar, küçük yatırımcılardan toplanan sermayenin kolektif yatırım

¹¹³ *Nomer*, Yatırım Ortaklıkları, s. 176.

¹¹⁴ Türk hukukunda yatırım fonlarının şemsiye fon şeklinde kurulması öngörüldüğü için “serbest fon” terimi yerine “serbest şemsiye fon” terimi kullanılmaktadır (bkz. YatFonT m. 4/1 ve 6/1-d). Şemsiye fon, yatırımcılardan toplanan para karşılığında oluşturulan portföylere sahip olan fonları kendi çatısı altında toplayan fonu ifade etmek için kullanılan bir üst kavramdır (bkz. SPKr: Yatırım Fonlarına İlişkin Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı, s. 4; YatFonT m. 10/1).

¹¹⁵ Nitelikli yatırımcı, SPKr’nin yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenleri de kapsayan profesyonel müşterileri ifade etmektedir [bkz. Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (RG. 28.06.2013, S. 28691) m. 4/1-m ve YatKurT m. 31 ve 32].

¹¹⁶ *Balp, Gaia/Strampelli, Giovanni: Institutional Investor Collective Engagements: Non-Activist Cooperation vs Activist Wolf Packs*, OSBLJ 2020, Vol. 14, No. 2, s. 161. Kolektif yatırımda yatırımcıların korunmasına ilişkin düzenlemelerde, yatırımcıların korunma ihtiyacına veya yatırım konularındaki niteliklerine göre derecelendirilen farklılaştırılmış bir yatırımcı koruma sistemi bulunmaktadır [Bianchi, Luca: *Kollektivanlagengesetz* (Hrsg. Dedeyan, Daniel/Eichhorn, Alexander/Müller, Thomas), Bern: Stämpfli Verlag AG, 2024, s. 6, Rn. 11-12].

¹¹⁷ *Nomer*, Yatırım Ortaklıkları, s. 129 ve 176; *Vural*, s. 98.

kuruluşlarınca kötüye kullanılmasını önlemenin¹¹⁸ yanı sıra portföy işletmeciliği faaliyetinin riskin dağıtılması ilkesine¹¹⁹ göre yürütülmesine de katkı sağlamaktadır¹²⁰.

Kolektif yatırım kuruluşlarının, halka açık anonim ortaklıklardan edinebilecekleri pay miktarları iki şekilde sınırlandırılmaktadır. İlkinde, kolektif yatırım kuruluşunun herhangi bir ihraççıya yatırım yaparken kullanabileceği nakit miktarına, kolektif yatırım kuruluşunun yatırımlarında kullanabileceği toplam nakit miktarına oranla sınırlama getirilmektedir. Yatırım fonlarında fonun toplam değerinin, değişken ve sabit sermayeli ortaklıklarda ise net aktif değerinin %10'undan fazlası bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına ve bu araçlara dayalı türev araçlara yatırılmamaktadır (YatFonT m. 17/1-a; MenYatOT m. 24/1-a ve 65/1-a). AB hukukunda ise bu oran %5 olarak belirlenmiş ve üye ülkelerin kendi düzenlemelerinde söz konusu oranı %10'a çıkarabilecekleri ifade edilmiştir (UCITs m. 52/1-a ve 52/2).

Kolektif yatırım kuruluşları için öngörülen ikinci sınırlama, kolektif yatırım kuruluşlarının tek başına herhangi bir ihraççının sermayesinin ya da tüm oy haklarının %10'undan fazlasına sahip olmasını yasaklamaktadır (YatFonT m. 17/2; MenYatOT m. 24/2 ve 65/2). Bu sınırlama, yatırım fonları bakımından yetersiz kalmaktadır; çünkü yatırım ortaklıklarının aksine, yatırım fonlarında bir şemsiye fon altında birden fazla alt fon -dolayısıyla birden fazla portföy- bulunmaktadır (YatFonT m. 4/1 ve 10/1). Gerçekten de yatırım fonlarında aynı yöneticinin yönetimindeki şemsiye fon kapsamında bulunan alt fonlar üzerinden aynı ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılabilmektedir. Bu durumda kolektif yatırım kuruluşları için öngörülen ikinci sınırlama, portföy yönetim ortaklıklarının, yönettikleri fonlar üzerinden pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların sermayesinin ya da oy haklarının %10'undan

¹¹⁸ Bkz. Birinci Bölüm, III, A.

¹¹⁹ Bkz. Birinci Bölüm, I, C.

¹²⁰ *Yasaman*, Türk Hukukunda Uygulama, s. 52-53; *Nomer*, Yatırım Ortaklıkları, s. 178.

fazlasına sahip olmalarını engellemediği için, ayrıca aynı yöneticinin yönetimindeki tek bir kurucuya ait fonların toplu olarak, hiçbir ihraççının sermayesinin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamayacağı kabul edilmiştir (YatFonT m. 17/2).

Ayrıca kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetiminde etkili olmalarını engellemek için kabul edilen genel sınırlama bir yönüyle eleştiriye açıktır. Şöyle ki portföy yönetim ortaklıklarınca kurulan ve yönetilen yatırım fonları bakımından %20'lik sınır belirlenirken, portföy yönetim ortaklıklarının portföy yöneticiliği hizmeti verdiği müşterilerin hesapları üzerinden aynı halka açık anonim ortaklıkların paylarına yatırım yapılabileceği ihtimali hesaba katılmamıştır.

Örneğin, (X) Portföy Yönetimi Anonim Ortaklığı kendisi tarafından kurulan ve yönetilen yatırım fonları aracılığıyla halka açık (A) Anonim Ortaklığı'nın sermayesinin veya oy hakkının en fazla %20'sine sahip olabilmektedir. Bunun yanı sıra (X) Portföy Yönetimi Anonim Ortaklığı, (Y) Portföy Yönetimi Anonim Ortaklığı tarafından kurulan yatırım fonlarındaki portföyleri kolektif portföy yöneticiliği hizmeti kapsamında yönetirse, (Y) Portföy Yönetimi Anonim Ortaklığı da kurucusu olduğu fonlar aracılığıyla halka açık (A) Anonim Ortaklığı'nın sermayesinin veya oy hakkının en fazla %20'sini iktisap edebilmektedir. Diğer bir ifadeyle, (X) Portföy Yönetimi Anonim Ortaklığı kendisi tarafından kurulan ve yönetilen yatırım fonlarında halka açık (A) Anonim Ortaklığı'nın sermayesinin veya oy hakkının en fazla %20'sine sahip olabilmekteyken; başka bir portföy yönetim ortaklığı [(Y) Portföy Yönetimi Anonim Ortaklığı] tarafından kurulan, ancak (X) Portföy Yönetimi Anonim Ortaklığı'nca kolektif portföy yöneticiliği hizmeti kapsamında portföyleri yönetilen yatırım fonlarında ise (Y) Portföy Yönetimi Anonim Ortaklığı halka açık (A) Anonim Ortaklığı'nın sermayesinin veya oy hakkının en fazla %20'sini edinebilmektedir.

Kolektif portföy yöneticiliği hizmeti kapsamında oluşturulan portföylerdeki varlıkların mülkiyet hakkı portföy yöneticisine [(X) Portföy Yönetimi Anonim Ortaklığı] değil, yatırım fonu kurucusuna [(Y) Portföy Yönetimi Anonim Ortaklığı] aittir. Portföy yöneticisi portföyü vekil sıfatıyla yönetmektedir. Portföy yönetim ortaklıkları, kolektif portföy yöneticiliği faaliyetinde portföyü vekil sıfatıyla yönetseler de müşteriler portföylerinde yer alan paylardan doğan oy hakkı gibi idari hakların kullanılmasını vekâleten portföy yönetim ortaklıklarına bırakabilmektedir (YatHizT m. 42/3; PortYönŞT m. 36/1). Bu durumda, portföy yönetim ortaklıkları hem portföy işletmeciliği faaliyetinde kurucu oldukları yatırım fonlarının aracılığıyla mülkiyetlerinde bulunan paylardan hem de portföy yöneticiliği faaliyetinde vekâleten yönettikleri paylardan kaynaklanan idari hakları kullanabilmektedirler. Dolayısıyla, portföy yönetim ortaklıkları halka açık anonim ortaklıkların genel kurullarında yalnızca kendi mülkiyetlerinde bulunan paylardan değil, aynı zamanda müşterileri adına vekâleten yönettikleri paylardan doğan oy haklarını da kullanabilmektedirler. Nitekim vekilin (portföy yönetim ortaklığının) birden fazla pay sahibini (müşteriyi) temsilen oy kullanması mümkündür¹²¹. Portföy yöneticiliğine bağlı olarak, portföy yönetim ortaklıklarının halka açık anonim ortaklıkların genel kurullarında kullanabilecekleri oy hakları arttığından, genel kurulda yönlendirme gücüne sahip olabilmektedirler¹²². Dolayısıyla, kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılma hakkını sınırlandırmayı amaçlayan genel kuralın etkinliği azalmaktadır.

Bu durum karşısında portföy yönetim ortaklıklarının portföy yöneticiliği hizmetleri kapsamında vekil olarak oy kullanabildiği hâller de yatırım fonu kurucuları için öngörülen herhangi bir ihraççının sermayesinin ya da tüm oy haklarının %20'sinden

¹²¹ Vekaleten Oy Kullanılması ve Çağrı Yoluyla Vekalet Toplanması Tebliği (II-30.1) (RG. 24.12.2013, S. 28861) m. 5/2.

¹²² Morley, s. 1416; Manavgat, Çağlar: *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çağrı Yükümlülüğünün Doğması Bakımından Yönetim Kontrolü Ölçütleri*, Prof. Dr. Fırat Öztan'a Armağan, C. 2, Ankara: Turhan Kitabevi, 2010, s. 1460.

fazlasına sahip olunamaması ilişkin sınırlama kapsamında değerlendirilebilir¹²³. Keza Özel Durumlar Tebliği¹²⁴,nin (ÖDT) Sermaye Yapısına ve Yönetim Kontrolüne İlişkin Değişiklikler başlıklı 12. maddesinde, tüzel kişilerin doğrudan veya dolaylı olarak payları borsada işlem gören bir ihraççının sermayesindeki payının veya toplam oy haklarının %5, %10, %15, %20, %25, %33, %50, %67 veya %95'ine ulaşması veya söz konusu oranların altına düşmesi hâlinde açıklama yükümlülüğüne tabi oldukları belirtilmiştir. Oy haklarının hesaplanmasında; pay sahibinin aksine bir talimatının olmadığı hâllerde, vekil olarak tayin edilen tüzel kişilerin (örneğin portföy yönetim ortaklıklarının) kendi iradeleriyle kullanabilecekleri oy haklarının da dikkate alınacağı açıkça belirtilmiştir (ÖDT m. 13/1-ğ).

Kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıklarda pay sahibi olmalarını sınırlandıran azami oranlar karşısında belirtmek gerekir ki bu kuruluşların mevzuatın izin verdiği oranlar içerisinde pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıklarda, söz konusu paylardan kaynaklanan oy hakkı, dava açma hakkı gibi idari hakları veya azınlık haklarını kullanmaları bakımından herhangi bir tereddüt bulunmamaktadır¹²⁵. Başka bir ifadeyle, pay sahipliğinden kaynaklanan haklarda pay sahibi olan kolektif yatırım kuruluşları ile diğer pay sahipleri arasında herhangi farklılık yoktur.

¹²³ *Manavgat*, Yönetim Kontrolü, s. 1460.

¹²⁴ RG. 23.01.2014, S. 28891.

¹²⁵ *Nomer*, Yatırım Ortaklıkları, s. 129.

2. Özel Sınırlamalar

a- Yönetim Kontrolü Altında Bulunan Halka Açık Anonim Ortaklıklara Yönelik Sınırlamalar

Yukarıda izah edilen genel sınırlamanın yanı sıra kolektif yatırım kuruluşlarının bir merkezden yönetilen veya yönlendirilen¹²⁶ halka açık anonim ortaklıklarda pay sahibi olmaları bakımından da bazı sınırlamalar kabul edilmiştir. Gerçekten de ortaklıklar topluluğu ilişkisi içerisinde yer alan ortaklıkların yönetilmesi diğer ortaklıklara kıyasla önem arz ettiğinden, kolektif yatırım kuruluşlarının, aynı ortaklıklar topluluğu içerisinde yer alan birden fazla ortaklıkta pay sahibi olmaları durumu¹²⁷ ayrıca düzenlenmektedir. Bunun sebebi ortaklıklar topluluğu içerisinde yer alan ortaklıkların, topluluk menfaatinin ön plana çıkması nedeniyle bağımsız karar verme ihtimallerinin düşük olmasıdır. Bununla birlikte riskin dağıtılması ilkesi de ortaklıklar topluluğu içerisinde yer alan birden fazla ortaklığa belirli bir sınırdan yatırım yapılmasını gerektirmektedir. Zira ortaklıklar topluluğundaki herhangi bir ortaklıkta meydana gelecek risk topluluktaki diğer ortaklıkları ve dolayısıyla kolektif yatırım kuruluşlarının sahip oldukları payların değerini olumsuz etkileyebilecektir.

Yatırım fonlarında fonun toplam değerinin, değişken veya sabit sermayeli ortaklıklarda ise net aktif değerinin %20'sinden fazlasının SPK'nin finansal raporlama standartlarına ilişkin düzenlemeleri kapsamında, aynı grubun para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmayacağı kabul edilmiştir¹²⁸ (YatFonT m. 17/1-c; MenYatOT m. 24/1-c ve 65/1-c). Söz konusu hükmün anlaşılabilmesi için, finansal raporlama standartlarına ilişkin düzenlemeler kapsamında aynı grubun ifadesinin ne anlama geldiği açıklanmalıdır.

¹²⁶ Merkezî yoğunlaşma (konsantrasyon) kavramı için bkz. *Poroy, Reha/Tekinalp, Ünal/Çamoğlu, Ersin: Ortaklıklar Hukuku II*, B. 15, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2023, s. 699.

¹²⁷ Bkz. Birinci Bölüm, III, A.

¹²⁸ AB hukukunda bu oran %5 olarak belirlenmiş ve üye ülkelerin kendi düzenlemelerinde söz konusu oranı %20'ye çıkarabilecekleri belirtilmiştir (bkz. UCITs m. 52/5).

Grup kavramı, doğrudan veya dolaylı olarak aynı gerçek veya tüzel kişinin yönetim kontrolü altında bulunan ortaklıkların tümünü ifade etmektedir (MenYatOT m. 3/1-h). Yönetim kontrolü kavramı ise birçok hukuki düzenlemede farklı şekillerde kullanılmaktadır. Gerçekten de bu kavram, sermaye piyasası hukukunda pay alım teklifi (SPKn m. 26/2), muhasebe hukukunda konsolide finansal tablolar [Konsolide Finansal Tablolara İlişkin Türkiye Finansal Raporlama Standardı (TFRS 10) Hakkında Tebliği¹²⁹ Ek-1 ve Ek-A], ticaret hukukunda ortaklıklar topluluğunun oluşumu (TTK m. 195/1), bankacılık hukukunda bankanın mali durumunun bozulması olasılığında sorumluların belirlenmesi (Bankacılık Kanunu¹³⁰ m. 3) ve rekabet hukukunda teşebbüslerin kontrolünde kalıcı değişiklik meydana getirecek hâllerde Rekabet Kurumu'nun onayının alınması (Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliği¹³¹ m. 5) bakımlarından ele alınarak düzenlenmiştir¹³². Yönetim kontrolü kavramının farklı şekillerde ifade edilmesinin nedeni, yönetim kontrolünün kapsamının, düzenlendiği hukuki alanın kendine özgü ihtiyaçlarına göre değişiklik göstermesidir¹³³.

Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi olabileceği halka açık anonim ortaklıklarda, aynı grupta yer alan ortaklıkların belirlenmesinde finansal raporlama standartlarına ilişkin düzenlemeler kapsamında aynı gerçek veya tüzel kişinin yönetim kontrolü¹³⁴ altında bulunan ortaklıklara işaret edilmektedir (YatFonT m. 17/1-c;

¹²⁹ RG. 28.10.2011, S. 28098.

¹³⁰ RG. 01.11.2005, S. 25983.

¹³¹ RG. 07.10.2010, S. 27722.

¹³² Türk hukukunda yönetim kontrolünün düzenlenişi hakkında ayrıntılı değerlendirme için bkz. Sönmez, Yusuf Ziyaeddin: *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrolü Kavramı-Yönetim Kontrolünde Değişiklik Olması ve Buna Bağlanan Sonuçlar*, TFM 2018, C. 4, S. 2, s. 271-279.

¹³³ Sönmez, s. 271; *European Company Law Experts: A Proposal for the Reform of Group Law in Europe*, EBOR 2017, Vol. 18, No. 1, s. 11.

¹³⁴ TFRS 10'a göre yatırımcı işletme (ana ortaklık), yatırım yaptığı işletme (bağlı ortaklık) üzerinde güce sahipse (güç tanımı için bkz. TFRS 10, p. 10-14), yatırım yaptığı işletmeyle olan ilişkisinden dolayı değişken getirilere maruz kalmakta veya bu getirilerde hak sahibi olmaktaysa (getiriler için bkz. TFRS 10, p. 15-16) ve elde edeceği getirilerin miktarını etkileyebilmek için yatırım yaptığı işletme üzerindeki

MenYatOT m. 24/1-c ve 65/1-c). Dolayısıyla, aynı grupta yer alan ortaklıkların belirlenmesinde, muhasebe hukuku bakımından aynı grupta bulunan halka açık anonim ortaklıklar dikkate alınmaktadır.

Konuyu bir örnek üzerinden açıklamak gerekirse, payları borsada işlem gören Koç Holding Anonim Ortaklığı yine payları borsada işlem gören Aygaz Anonim Ortaklığı, Türkiye Petrol Rafinerileri Anonim Ortaklığı, Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi Anonim Ortaklığı, Ford Otomotiv Sanayi Anonim Ortaklığı, Tofaş Türk Otomobil Fabrikası Anonim Ortaklığı, Türk Traktör ve Ziraat Makinaları Anonim Ortaklığı, Yapı ve Kredi Bankası Anonim Ortaklığı ve Arçelik Anonim Ortaklığı üzerinde yönetim kontrolüne sahiptir ve söz konusu ortaklıklar finansal raporlama standartlarına ilişkin düzenlemeler kapsamında aynı grup içinde değerlendirilmektedir¹³⁵. Koç Holding Anonim Ortaklığı, yukarıda belirtilen diğer ortaklıkların yönetim kontrolüne sahip olduğu için, onların stratejik yönetimine ilişkin karar ve uygulamaları kendi iradesi doğrultusunda yönlendirebilmektedir¹³⁶. Bu durumda, (X) Portföy Yönetimi Anonim Ortaklığı kurucusu ve yöneticisi olduğu hisse senedi şemsiye fonu kapsamında bulunan (X) Portföy Hisse Senedi Fonu'nun (Hisse Senedi Yoğun Fon) fon toplam değerinin %20'sinden fazlasını yukarıda belirtilen ve aynı grup içinde yer alan ortaklıkların para ve sermaye piyasası araçlarına (örneğin paylarına) yatıramamaktadır.

b- Portföy Yönetim Ortaklıklarıyla Yönetim Hâkimiyeti İlişkisi Bulunan Halka Açık Anonim Ortaklıklara Yönelik Sınırlamalar

Kolektif yatırım kuruluşlarının portföyünü yöneten veya yatırım danışmanlığı hizmeti aldığı portföy yönetim ortaklıklarının içerisinde bulunduğu ortaklıklar

gücünü kullanma imkânına sahipse (güç ve getiriler arasındaki ilişki için bkz. TFRS 10, p. 17-18) yatırımcı işletmenin, yatırım yaptığı işletmeyi kontrol ettiği kabul edilmektedir (bkz. TFRS 10, p. 7).

¹³⁵ Bkz. Koç Holding Anonim Ortaklığı'nın 2023 yılı hesap dönemine ait konsolide finansal tablolar ve bağımsız denetçi raporu, s. 7-14 (<https://www.koc.com.tr/yatirimci-iliskileri/finansal-bilgiler>).

¹³⁶ Sönmez, s. 266.

topluluğundaki halka açık anonim ortaklıklar bakımından da özel bir sınırlama kabul edilmiştir. Buna göre yatırım fonlarında; yöneticinin (portföy yönetim ortaklığının) veya yönetici yetkililerinin yönetim hâkimiyetine sahip olduğu ihraççıların ya da yöneticinin yönetim hâkimiyetine sahip olan tüzel kişilerin veya gerçek kişilerin yönetim hâkimiyetine sahip olduğu ihraççıların ihraç ettiği para ve sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımların toplam değerinin fon toplam değerinin %20'sini aşamayacağı kabul edilmiştir (YatFonT m. 17/3).

Keza sabit sermayeli ortaklıklarda, ortaklığın; portföy yönetimi veya yatırım danışmanlığı hizmeti aldığı portföy yönetim ortaklıklarının yönetim hâkimiyetine sahip olan ihraççıların veya portföy yönetimi veya yatırım danışmanlığı hizmeti aldığı portföy yönetim ortaklıklarının yönetim hâkimiyetine sahip olan tüzel kişilerin ve söz konusu kurumların yetkililerinin yönetim hâkimiyetine sahip olduğu ihraççıların ya da portföy yönetimi veya yatırım danışmanlığı hizmeti aldığı portföy yönetim ortaklıklarının yönetim hâkimiyetine sahip olan gerçek kişilerin yönetim hâkimiyetine sahip olduğu ihraççıların ihraç ettiği para ve sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımların toplam değerinin ortaklığın net aktif değerinin %20'sini aşamayacağı belirtilmiştir (MenYatOT m. 24/3).

Benzer şekilde değişken sermayeli ortaklıklarda da ortaklık ile portföy yöneticisinin; yönetim hâkimiyetine sahip olan ihraççıların veya tüzel kişiler ve değişken sermayeli ortaklık ile portföy yöneticisi yetkililerinin yönetim hâkimiyetine sahip olduğu ihraççıların ya da yönetim hâkimiyetine sahip olan gerçek kişilerin yönetim hâkimiyetine sahip olduğu ihraççıların ihraç ettiği para ve sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımların toplam değerinin ortaklık net aktif değerin %20'sini aşamayacağı vurgulanmıştır (MenYatOT m. 65/3).

İKİNCİ BÖLÜM

KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ PAY SAHİBİ OLDUKLARI HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN YÖNETİMİNE KATILMASININ KURAMSAL ÇERÇEVESİ

I. GİRİŞ

İlk bölümde açıklandığı üzere kolektif yatırım kuruluşlarının portföy işletme faaliyetlerini çeşitli biçimlerde kötüye kullanmalarını engellemek amacıyla, pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmalarını sınırlandıran bazı kurallar kabul edilmiştir¹³⁷. Bu yaklaşımın altında yatan neden, kolektif yatırım kuruluşlarının temel fonksiyonunun halka açık ortaklıkların yönetimine katılmaktan ziyade, yatırımcılardan topladıkları sermayeyle oluşturulan portföyün işletilmesi¹³⁸. Nitekim kolektif yatırım kuruluşları 2000’li yıllara kadar söz konusu sınırlamalara bağlı olarak pay sahibi oldukları halka açık ortaklıkların yönetimine çok az veya yok denecek seviyede katıldılar¹³⁹. Ancak kolektif yatırım kuruluşlarının portföy işletmeciliği faaliyetini yerine getirirken pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmamaları gerektiğine ilişkin bu yaklaşım 2000’li yılların başından itibaren geçerliliğini yitirmeye başlamıştır. Günümüzde artık kolektif yatırım kuruluşlarının da içerisinde bulunduğu kurumsal yatırımcıların (*institutional investors/institutionellen Anleger*), pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmaları gerektiği kabul edilmektedir.

¹³⁷ Bkz. Birinci Bölüm, III, B.

¹³⁸ Bkz. Birinci Bölüm, III, A.

¹³⁹ *Schmolke*, s. 722-723; *Rock*, Edward: *Institutional Investors in Corporate Governance*, The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (Ed. *Gordon*, *Jeffrey/Ringe*, *Wolf-Georg*), Oxford: Oxford University Press, 2018, s. 461-462.

Kurumsal yatırımcı kavramının uluslararası hukukta genel olarak kabul gören bir tanımı bulunmamaktadır¹⁴⁰. Kurumsal yatırımcı kavramına dâhil olan kuruluşların türleri ve özellikleri, ülkelerin ve kuruluşların tercihlerine göre farklılık göstermektedir¹⁴¹. Buna bağlı olarak, kurumsal yatırımcıların pay sahibi olarak halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılması konusundaki düzenlemelerin kapsamında yer alan kurumsal yatırımcılar farklılık göstermektedir. Örneğin, Avrupa Komisyonu kurumsal yatırımcı kavramının sigorta ortaklıklarını ve emeklilik fonlarını kapsadığını belirtmekteyken¹⁴², Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) ise emeklilik fonlarını, sigorta ortaklıklarını ve yatırım ortaklıklarını bu kavrama dahil etmektedir¹⁴³. Ancak söz konusu düzenlemelerin ortak noktası, çeşitli tür ve özelliklerde bulunsalar dahi sermaye piyasalarında üçüncü kişilerden (özellikle küçük yatırımcılardan) topladıkları fonu yine üçüncü kişilerin ekonomik çıkarları doğrultusunda bir havuzda birleştirip portföy işletmeciliği kapsamında işleten veya bu bağlamda hizmet sunan kurumsal yatırımcılara ilişkin birtakım kurallar öngörülmesidir¹⁴⁴. Dolayısıyla anılan düzenlemelerin esasen kolektif yatırım yapan kurumsal yatırımcıları kapsadığını ifade etmek yanlış olmayacaktır¹⁴⁵.

¹⁴⁰ Schmolke, s. 704-706. Türk hukukundaki tanım için bkz. SPasT. m. 4/1-j; YatKurT m. 31 ve 32.

¹⁴¹ Heinen, Vanda: *Die Rolle institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater in der deutschen Corporate Governance*, Wiesbaden: Springer Gabler, 2018, s. 10; Ringe, Wolf-Georg: *Stewardship and Shareholder Engagement in Germany*, EBOR 2021, Vol. 22, No. 1, s. 96.

¹⁴² Bkz. Üçüncü Bölüm, III, B, 1.

¹⁴³ OECD: *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, 2011, s. 26. Diğer farklı uygulamalar için bkz. Heinen, s. 10.

¹⁴⁴ Tröger, Tobias: *Die Regelungen zu institutionellen Investoren, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern im Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II)*, ZGR 1/2019, s. 127-128; Redeke, Julian: *Institutionelle Investoren und Organhaftung Dei ex Machina oder rational apathische Zuschauer?*, AG 8/2015, s. 254; Arnold, Michael: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz* (Hrsg. Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne), Aufl. 6, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2024, § 134a Rn. 1; Splinter, § 134a Rn. 1.

¹⁴⁵ Wohlmann, Herbert: *Richtlinien für institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften*, SJZ 109/2013, s. 463; Macneil, Iain: *Activism and Collaboration Among Shareholders in UK Listed Companies*, CMLJ 2010, Vol. 5, No. 4, s. 435.

Bu bölümde ilk olarak, kolektif yatırım kuruluşlarını pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmamaya yönlendiren neden incelenecektir. Gerçekten de kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıklarda sahip olabilecekleri pay miktarı çeşitli kurallarla sınırlandırılmış olsa da kurallar dahilinde sahip oldukları paylardan kaynaklanan oy hakkı, bilgi alma ve inceleme hakkı ve dava açma hakkı gibi hakları kullanmalarında herhangi bir engel bulunmamaktadır. Ancak kolektif yatırım kuruluşları söz konusu hakları kullanmamaktadır. Bu yüzden kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık ortaklıkların yönetimine katılmasının ne anlama geldiğinin anlaşılabilmesi için öncelikle kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık ortaklıkların yönetimine katılmama nedenleri ile katılmamalarının yarattığı ekonomik ve hukuki sorunlar açıklanmalıdır. Sonrasında, kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmalarının kapsamı, özellikleri ve katılım biçimleri ile kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmasının ortaklıkların kurumsal yönetimi üzerindeki etkisi ele alınacaktır.

II. KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN YÖNETİMİNE KATILMAMALARININ NEDENİ: PAY SAHİPLİĞİNDE KISA VADECİLİK

A- Kısa Vadecilik Kavramı

Kısa vadecilik (*short-termism/Kurzfristorientierung*) kavramı esasen iktisatçılar tarafından iktisat teorisi içerisinde yer alan -üretici, tüketici gibi- çeşitli aktörlerin ekonomik davranışlarını gerekçelendirmek için kullanılmıştır. Buna göre insanoğlunun yapısı -özellikle psikolojisi- kısa vadeli düşünmeye ve davranmaya yatkındır, bu yüzden mal ve hizmetlerin fiyatları veya insanların tüketim davranışları ya da ekonomik kararları

kısa vadeye göre şekillenmekte ve bu durum genel ekonomik düzenin uzun vadede daha iyi olmasını engellemektedir¹⁴⁶.

Kısa vadecilik, iktisat teorisi içerisinde ilk olarak bireysel ekonomik davranışların yorumlanmasında kullanılmış olsa da ilerleyen süreçte ortaklıklar hukukunda ve sermaye piyasası hukukunda yer alan yatırımcılar, ihraççılar gibi önemli aktörlerin davranışlarının açıklanmasında kullanılmıştır. Bu bağlamda kısa vadecilik; ortaklık yöneticilerinin, kolektif yatırım kuruluşlarının, portföy yöneticilerinin, yatırımcıların, derecelendirme kuruluşlarının, analistlerin, diğer bir ifadeyle piyasa katılımcılarının faaliyetlerini yerine getirirken veya yatırım kararı alırken kısa vadeli sonuçlara odaklanmaları ve bu esnada uzun vadeli amaçları ve sonuçları olan kararlar almaktan imtina ederek uzun vadede elde edilebilecek başarıları ve karşılaşılabilecek riskleri göz ardı etmeleri şeklinde tanımlanmaktadır¹⁴⁷.

Ortaklıklar hukuku ve sermaye piyasası hukukunda kısa vadeciliğin varlığından bahsedebilmek için üç koşulun bir arada bulunması gerekmektedir. Birincisi, piyasa katılımcıları uzun vadeli ekonomik başarı ve istikrarın aleyhine de olsa kısa vadeli eğilim içerisinde olmalıdırlar. Ortaklıklardaki menfaat grupları (*stakeholders/Interessengruppe*), daha yüksek değer yaratan ancak daha geç gelir sağlayacak stratejilere kıyasla, daha az değer yaratan ancak erken getiri sağlayan stratejileri tercih etmelidirler. İkincisi, ortaklık yöneticileri gibi bazı aktörlerin aldıkları kararlar ile ortaklıkların faaliyetlerinin sürdürülebilirliği arasında zamansal anlamda uyumsuzluk olmalıdır. Üçüncüsü, kısa vadeli kararların tekrar tekrar alınması ve kurumsallaştırılması gerekmektedir. Diğer bir deyişle kısa vadecilikten söz edebilmek için, kısa vadeli ve optimal olmayan kararların

¹⁴⁶ Bueren, Eckart: *Short-termism im Aktien- und Kapitalmarktrecht*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2022, s. 17-61.

¹⁴⁷ Dallas, Lynne: *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, JCL 2012, Vol. 37, No. 2, s. 268; Erdem, Fatih Buğra: *Short-Termism in Publicly Listed Companies and Corporate Governance*, AFDI 2021, Vol. 70, s. 77; Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu: *Sürdürülebilir Avrupa Ekonomisinin Finansmanına İlişkin Nihai Rapor (Final Report: Financing a Sustainable European Economy)*, 2018, s. 45-46; Avrupa Komisyonu: *Sürdürülebilir Kalkınmanın Finansmanı Eylem Planı (Action Plan: Financing Sustainable Growth)*, 08.03.2018, s. 5.

ortaklık, kolektif yatırım kuruluğu gibi bir organizasyon içerisinde veya bir yatırımcı grubunda ya da bir sektörde sistematik bir biçimde alınıyor olması gerekmektedir¹⁴⁸.

Kısa vadecilik kavramının tanımının ve özelliklerinin yanı sıra sonuçları (etkileri) da önem arz etmektedir. Kısa vadecilik, piyasaların geneline yayıldığında küresel bir ekonomik krize neden olabilmektedir¹⁴⁹. 2007-2009 yılları arasında yaşanan ekonomik kriz kısa vadeciliğin gerçekleşme şeklinin ve sonuçlarının gözlemlenebileceği önemli bir örnektir. 2000’li yılların başlarında dünya ekonomisinde yaşanan durgunluk karşısında, gelişmiş ülkelerin merkez bankaları gevşek para politikası izlemeyi tercih etmiş ve piyasalara düşük faiz oranları üzerinden borçlanma imkânı tanımıştır. Özellikle ABD’deki finans kuruluşlarının müşterilerine düşük faiz oranlarıyla ipotekli konut kredisi (*mortgage/Hypothek*) kullandırmaları, krediden yararlananların sayısını ve konut fiyatlarını hızla artırmıştır¹⁵⁰. Finansal kuruluşlar, müşterilerine verdikleri konut kredilerinden kaynaklanabilecek riskleri transfer etmek ve spekülâtif kazanç elde etmek amacıyla, çeşitli sermaye piyasası araçlarını söz konusu kredilerle ilişkilendirerek ihraç etmişlerdir¹⁵¹. İpotekli konut kredilerine dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçları, konut fiyatlarının yükselmeye devam edeceği yönündeki beklentiye bağlı olarak o dönemde yatırımcıların ilgisini çekmiştir. Ancak konut fiyatlarının belirli bir doygunluğa ulaşması ve ABD Merkez Bankası’nın para politikasında sıkılaşmaya gitmesi konut fiyatlarının hızlı bir şekilde düşmesine neden olunca, konut fiyatlarındaki

¹⁴⁸ Bueren, s. 72.

¹⁴⁹ Lipton, Martin: *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, UPLR 1987, Vol. 136, No. 1, s. 72; İnci, Serdar: *Shareholder Engagement Chancen, Risiken und Kompatibilität mit der deutschen Corporate Governance*, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2018, s. 53-54.

¹⁵⁰ Poole, William: *Causes and Consequences of the Financial Crisis of 2007-2009*, HJLPP 2010, Vol. 33, No. 2, s. 426; Kaderli, Yusuf/Küçükkaya, Hatice: *2008 Dünya Finansal Krizi Sonrası Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Gelişmelerin Bazı Ülkelerle Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi*, PÜSBED 2012, S. 12, s. 86. 2001 yılında ABD’de kullanılan ipotekli konut kredisi iki yüz elli milyar Dolar’ken, 2006 yılında bu tutar bir trilyon Dolar’a ulaşmıştır (Dallas, s. 282).

¹⁵¹ Karacan/Erişir Karacan, s. 293; Schwarcz, Steven: *Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown*, MLR 2008, Vol. 93, No. 2, s. 376-377; Pinto, João/Alves, Paulo: *The Economics of Securitization: Evidence From the European Markets*, IMFI 2016, Vol. 13, No. 1, s. 115.

dalgalanma ipotekli konut kredilerine ve bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarına yönelik talebi azaltmıştır¹⁵². Özellikle teminatlandırılmış borç yükümlülükleri (*collateralized debt obligation/besicherte Schuldverschreibung*) gibi türev araçların fiyatlarında meydana gelen ani ve aşırı oynaklıklar piyasaların dengesini bozmuştur¹⁵³. Gelirleri sert bir şekilde azalan finans kuruluşları alacaklılarına karşı borçlarını zamanında ifa edememiş ve *Lehman Brothers* gibi büyük bankalar iflâs etmiştir¹⁵⁴. Finans kuruluşlarında başlayan ekonomik sorunların reel sektöre sıçramasıyla dünya ekonomisi 2007 yılında krize sürüklenmiştir¹⁵⁵.

2007-2009 yılları arasında yaşanan küresel ekonomik kriz incelendiğinde; finans kuruluşlarının kısa sürede kazançlarını artırmak için yeterli maddi gücü olmayan kişilere dahi konut kredisi kullandırdıkları, yatırımcıların ihtiyaçları olmadıkları hâlde söz konusu kredilerden yararlanarak konut satın aldıkları ve sonrasında kazanç sağlamak için kısa süre içerisinde konutlarını sattıkları, finans kuruluşlarınca ihraç edilen ipotekli menkul kıymetlere dayalı türev araçların yapılarının karmaşık olması nedeniyle söz konusu türev araçların gerçek değerinin tespit edilmesinin zor olmasına rağmen derecelendirme kuruluşlarının türev araçların derecelendirme notlarını pozitif verdikleri¹⁵⁶, derecelendirme notlarının olumlu olmasına güvenen yatırımcıların büyük bir kısmının kısa sürede yüksek oranda kâr elde etmek için söz konusu türev araçları portföylerine aldıkları tespit edilmiştir¹⁵⁷. Piyasa katılımcılarının ekonomik davranışları

¹⁵² Poole, s. 426; Kaderli/Küçükkaya, s. 86.

¹⁵³ Schwarcz, Steven: *Understanding the Subprime Financial Crisis*, SCL 2009, Vol. 60, No. 3, s. 553; Karacan/Erişir Karacan, s. 293; Pinto/Alves, s. 117-118.

¹⁵⁴ Poole, s. 426; Schwarcz, Financial Crisis, s. 550-551; Kaderli/Küçükkaya, Sermaye Piyasası Araçları, s. 86; Ganßmann, Heiner: *Die Finanzkrise und ihre Folgen*, BJS 23/2013, s. 523 ve 539.

¹⁵⁵ Poole, s. 426; Kaderli/Küçükkaya, s. 86. Söz konusu krizde gerçekleşen olayların kronolojik sıralaması için bkz. Lybeck, Johan: *The Future of Financial Regulation Who Should Pay for the Failure of American and European Banks?*, Cambridge: Cambridge University Press, 2016, s. 1-142.

¹⁵⁶ Pinto/Alves, s. 115; Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu, s. 76.

¹⁵⁷ Poole, s. 424; Schwarcz, Financial Crisis, s. 550-552; Heun, Werner: *Der Staat und die Finanzkrise*, JZ 2/2010, s. 55-56; SPKn genel gerekçesi, s. 9.

incelendiğinde, hepsinin, kısa süre içerisinde kâr elde etmeye odaklanırken uzun vadede elde edilebilecek kazançları ve karşılaşılabilecek riskleri göz ardı ettikleri ve dolayısıyla riskli kararlar aldıkları gözlemlenmiştir¹⁵⁸. Sonuç olarak, kısa vadecilik 2007 yılında piyasa katılımcılarının ekonomik davranışlarını ve kararlarını etkilemiş ve küresel bir ekonomik krize neden olmuştur.

B- Pay Sahipliğinde Kısa Vadecilik

Kısa vadecilik anlayışının, yatırım kararları üzerinde etkili olduğu piyasa katılımcılarından biri de pay sahipleridir. Klasik anlayışa göre getirdikleri sermayeyle anonim ortaklıklara özkaynak sağlayan pay sahipleri, ortaklığın “ekonomik malikleri¹⁵⁹” (*beneficial owner/die wirtschaftlichen Nutznießer*) olarak nitelendirilmektedirler¹⁶⁰. Pay sahiplerinin ortaklıklara katılmalarındaki temel amaç kâr payı almaktır. Dolayısıyla ortaklığın iyi bir şekilde yönetilmesi, ortaklığın devamı ve kazancın pay sahipleriyle paylaşılması bakımından önem arz etmektedir. Pay sahipleri ortaklığı yönetme haklarını seçtikleri yönetim kurulu üyelerine devretseler de ortaklık yönetimini pay sahipliğinden kaynaklanan haklarını kullanarak denetim ve gözetim altında tutmaktadırlar. Ancak ortaklıklar hukukunun temelini oluşturan bu mantık, özellikle halka açık ortaklıklarda pay sahiplerinin kısa vadecilik anlayışını benimsemesiyle değişmiştir. Pay sahipliğinde kısa vadecilik (*investor myopia/investment short-termism/kurzfristige Anlage*) yatırımcıların, ortaklıkların uzun vadede elde edebilecekleri başarılarla ve karşılaşılabilecekleri risklere

¹⁵⁸ Dallas, s. 267-268; Rhee, Robert: *Corporate Short-Termism and Intertemporal Choice*, WULR 2018, Vol. 96, No. 3, s. 500; Moslein, Florian/Sørensen, Karsten Engsig: *Nudging for Corporate Long-Termism and Sustainability: Regulatory Instruments from a Comparative and Functional Perspective*, CJEL 2018, Vol. 24, No. 2, s. 393; Fried, Jesse: *The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders*, YLJ 2015, Vol. 124, No. 5, s. 1558.

¹⁵⁹ Ekonomik malik, hukuki malikin aksine mal varlığı üzerinde doğrudan doğruya tasarrufta bulunamamakta, ancak ortaklığın mal varlığından kaynaklanan kâr payı, tasfiye payı, rüçhan gibi haklardan yararlanmaktadır (*Tekinalp, Ünal: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları*, İstanbul: Formül Matbaası, 1979, s. 4).

¹⁶⁰ Kırca, İsmail/Şehirali Çelik, Feyzan Hayal/Manavgat, Çağlar: *Anonim Şirketler Hukuku, C. 1, Temel Kavramlar ve İlkeler, Kuruluş, Yönetim Kurulu*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2013, s. 255.

yeteri kadar önem vermek yerine, ortaklık paylarını kısa vadede alıp satarak aradaki fark üzerinden kâr elde etmeyi tercih etmeleridir¹⁶¹.

Pay sahiplerinin, portföylerinde bulunan payların borsa değerinin yükselmesini önemsemeleri, payların alınma-satılma sıklıklarını artırmıştır. Payların devir hızının yüksek olması, yatırımcıların portföylerini daha kısa vadeli olarak değerlendirdiklerini göstermektedir¹⁶². Örneğin, ABD’de yapılan bir araştırmada halka açık ortaklıklarda pay sahiplerinin ellerindeki payı tutma süresi 1945 yılında ortalama dört yılken, bu sürenin 2000 yılında sekiz aya, 2008 yılında ise iki aya kadar düştüğü tespit edilmiştir¹⁶³. Keza AB bölgesinde yapılan bir araştırmada, pay sahiplerinin ortalama pay tutma sürelerinin son yirmi yıl içerisinde sekiz yıldan sekiz aya kadar indiği belirlenmiştir¹⁶⁴. Türkiye’de ise yatırımcıların portföylerinde bulunan payları 2001 yılında ortalama elli günde¹⁶⁵, 2007 yılında ortalama otuz günde¹⁶⁶, 2015 yılında ortalama otuz dokuz günde¹⁶⁷, 2020 yılında ortalama on sekiz günde¹⁶⁸ ve 2023 yılında ise ortalama otuz dört günde¹⁶⁹ değiştirdikleri tespit edilmiştir. 2023 yılında piyasa değeri sıralamasında dünya borsaları arasında otuz

¹⁶¹ Keza 2007-2009 yılları arasında yaşanan ekonomik kriz sonrasında ABD’de yapılan araştırmalarda, halka açık ortaklıklardaki pay sahiplerinin büyük bir kısmının ortaklık paylarının borsa değerindeki artışına odaklandıkları ve bu esnada ortaklıkların nasıl yönetildiğiyle ilgilenmedikleri tespit edilmiştir (Moslein/Sørensen, Long-Termism, s. 418; Dallas, Lynne/Barry, Jordan: *Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting*, DJCL 2016, Vol. 40, No. 2, s. 564; Yatağan Özkan, Çiğdem: *Anonim Şirketlerde Pay Sahibi Anlayışındaki Değişimler ve Kısa Vadecilik Akımına Bir Çözüm Önerisi Olarak Sadakat Payları*, Batider 2016, C. 32, S. 3, s. 157-158).

¹⁶² Öğretide uzun vadeci pay sahiplerinin ortalama olarak ne kadar süreyle payı portföyünde tutması gerektiği konusunda görüş birliği bulunmamaktadır. Tespit edebildiğimiz kadarıyla öğretideki bir görüş bir yılı (Quimby, Alexander: *Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares*, FSULR 2013, Vol. 40, No. 2, s. 395), ikinci görüş iki yılı [Jackson, Gregory/Petraki, Anastasia: *Understanding Short-termism: the Role of Corporate Governance (Report to the Glasshouse Forum 2011)*, s. 13] ve üçüncü görüş ise beş yıl ve daha fazlasını esas almaktadır (Barton, s. 86; Alvaro, Simone/Maugeri, Marco/Strampelli, Giovanni: *Institutional Investors, Corporate Governance and Stewardship Codes: Problems and Perspectives*, CONSOB 2019, Legal Research Papers No. 19, s. 13).

¹⁶³ Lin, s. 488, dn. 136.

¹⁶⁴ *Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu*, s. 46.

¹⁶⁵ *Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: 2001 yılı Türkiye Sermaye Piyasası Raporu*, s. 101-102.

¹⁶⁶ *Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: 2007 yılı Türkiye Sermaye Piyasası Raporu*, s. 152.

¹⁶⁷ *Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: 2015 yılı Türkiye Sermaye Piyasası Raporu*, s. 41.

¹⁶⁸ *Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: 2020 yılı Türkiye Sermaye Piyasası Raporu*, s. 54.

¹⁶⁹ *Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: 2023 yılı Türkiye Sermaye Piyasası Raporu*, s. 64.

birinci sırada yer alan BİST, %390 devir hızı (devir hızı = borsadaki pay senedi işlem hacmi/borsanın piyasa değeri) ile Dünya’da pay devir hızı en fazla olan ikinci piyasa olmuştur¹⁷⁰.

C- Pay Sahipliğinde Kısa Vadeciliğin Nedenleri

1. Genel Olarak

Pay sahiplerinin büyük bir kısmının zaman içerisinde geleneksel pay sahipliği anlayışından uzaklaşarak kısa vadeciliği benimsemelerinin altında birçok neden bulunmaktadır. Kısa vadecilik aşağıda izah edilecek olan nedenlerin ayrı ayrı veya birlikte gerçekleşmesiyle meydana gelmektedir.

Pay sahipliğinde kısa vadeciliğin ilk nedeni, payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklarda pay sahiplerinin paylarını devretmek suretiyle ortaklıktan çıkma imkânlarının (*exit option/Ausstieg*) oldukça kolay olmasıdır¹⁷¹. Ortaklığın yönetiminden memnun olmayan pay sahiplerinin, ortaklığın yönetimine etki etmek amacıyla genel kurula katılarak oy hakkı gibi idari haklarını kullanmaları (*voice option/Mitsprache*), pay sahiplerinin ortaklık yönetimini her zaman istediği yönde değiştirebileceği anlamına gelmemektedir. Zira pay sahibinin kayda değer miktarda payı bulunmuyorsa, özellikle pay sahipliği uluslararası düzeye kadar yayılan halka açık ortaklıkların genel kurullarında sesini duyurabilmesi oldukça zordur¹⁷². Bu yüzden pay sahipleri ortaklık genel kuruluna katılmak yerine, paylarını satarak ortaklıktan ayrılmayı tercih etmektedirler. Genel kurullara katılım azaldıkça ortaklık genel kurullarında güç boşluğu oluşmakta ve bu durumdan yararlanmak isteyen bazı pay sahipleri ve yöneticiler

¹⁷⁰ Birinci piyasa %397 ile Çin Şenzen Borsası’yken, üçüncü piyasa %301 ile ABD Nasdaq Borsası’dır (bkz. *Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği*: 2023 yılı Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, s. 1-19).

¹⁷¹ Pash, Ali: *Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi (Corporate Governance)*, B. 2, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2005. s. 43; Hacımahmutoğlu, Sibel: *Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi ve Ortaklık Yöneticileri Üzerindeki Etkileri*, Batider 2006, C. 23, S. 3, s. 257.

¹⁷² Duruigbo, Emeka: *Stimulating Long-Term Shareholding*, CALR 2012, Vol. 33, No. 4, s. 1761-1762; Pash, Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, s. 43.

ortaklıkların geleceğine ilişkin önemli kararları herhangi bir itirazla karşılaşmadan almaktadırlar¹⁷³.

İkinci neden, teknolojik gelişmelere bağlı olarak özellikle pay piyasalarında yüksek frekanslı işlem (*high frequency trading/Hochfrequenzhandel*) yapmayı tercih eden yatırımcı sayısının gittikçe artmasıdır¹⁷⁴. Yüksek frekanslı işlem, bilgisayarların piyasalardaki fiyat hareketlerini algoritmalar aracılığıyla yorumlayarak sermaye piyasası araçlarında alma ve satma işlemi gerçekleştirmesidir¹⁷⁵. Söz konusu işlemler, insanların müdahalesi olmadan bilgisayarlar tarafından milisaniyeler içerisinde gerçekleştirilmektedir. Bilgisayarlar, piyasalarda gerçekleşen küçük fiyat hareketlerinden kazanç elde etmek amacıyla, gün içerisinde sıklıkla alma ve satma işlemi yapmaktadırlar¹⁷⁶. Yüksek frekanslı işlemlerden yararlanan yatırımcıların sayısının her geçen gün artması, halka açık ortaklıkların yönetimine ilgi duymayan pay sahiplerinin oranını artırmaktadır. Bu tip yatırımcılar, edindikleri payların hangi ortaklığa ait olduğundan ziyade kısa sürede al-sat yapmak suretiyle kazanç elde etmeye önem verdiklerinden, ortaklıkların yönetimine ilgisiz kalmaktadırlar¹⁷⁷.

Üçüncü neden, yatırımcıların uzun vadeli yatırımın kısa vadeli yatırıma kıyasla daha fazla belirsizlik taşıdığını düşünmeleridir. Yatırımcılar politik, ekonomik ve sektörel

¹⁷³ Tekinalp, Yönetime Katılma Sorunları, s. 7-9.

¹⁷⁴ Macneil, s. 421. Nitekim ABD borsalarındaki işlemlerin %50'si, AB bölgesindeki borsalarda ise işlemlerin %35-40'ı yüksek frekanslı işlemlerle gerçekleştirilmektedir (Sokol, Nathaniel: *High Frequency Litigation: SEC Responses to High Frequency Trading as a Case Study in Misplaced Regulatory Priorities*, CSTLR 2016, Vol. 17, No. 2, s. 413, dn. 29).

¹⁷⁵ Bueren, s. 614.

¹⁷⁶ Woodward, Megan: *The Need for Speed: Regulatory Approaches to High Frequency Trading in the United States and the European Union*, VJTL 2017, Vol. 50, No. 5, s. 1362-1364.

¹⁷⁷ Dallas, s. 297; Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu, s. 46; Bolton, Patrick/Samama, Frédéric: *Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors*, JACF 2013, Vol. 25, No. 3, s. 38; Erdem, s. 82; Hausmann, Yannick/Bechtold-Orth, Elisabeth: *Corporate Governance: Überholt die Schweiz Europa?*, GesKR 2/2013, s. 241, dn. 62. Buna karşılık öğretilerdeki diğer bir görüş, yüksek frekanslı işlemlerin amacının diğer bilgisayarlardan daha hızlı al-sat emri vererek (arbitrajdan yararlanarak) kazanç elde etmek olduğu, dolayısıyla söz konusu işlemleri ortaklıkların başarıları ve gelişimleriyle ilişkilendirerek kısa vadeciliğin nedenleri arasında saymanın uygun olmadığını ifade etmektedir (Bueren, s. 616-623; Strand, Therese: *Short-Termism in the European Union*, CJEL 2015, Vol. 22, No. 1, s. 28).

gelişmelere bağlı olarak ortaklıkların uzun vadede ne kadar başarılı olacaklarını öngörmekte zorlanmaktadırlar. Zira vade uzadıkça piyasalardaki riskleri ve fırsatları doğru bir şekilde tahmin etme olasılığı azalmaktadır. Bu durum karşısında kısa vadeci pay sahipleri, uzun vadedeki belirsizliğin getirdiği ek maliyete katlanmak istememektedirler¹⁷⁸. Bu yüzden ortaklık paylarının borsa değerinde kısa sürede meydana gelecek değişiklikleri çeşitli stratejiler izleyerek tahmin etmek yatırımcılar için daha kolaydır. Örneğin bazı yatırımcılar pay değerinde meydana gelen değişiklikleri saatlik, günlük veya haftalık zaman aralıklarında çeşitli göstergeleri veya payın alım satımına ilişkin hacim bilgilerini bir grafik üzerinde inceleyerek, diğer bir ifadeyle payın geçmişe ait verilerinden yararlanarak yakın gelecekteki değerine ilişkin fiyat öngörüsünde bulunarak al-sat yapmakta¹⁷⁹ ve bu esnada ortaklığın nasıl yönetildiğine önem vermemektedirler¹⁸⁰.

Dördüncüsü, diğer piyasa katılımcılarının faaliyetlerinde kısa vadecilik anlayışını benimsemeleridir. Ortaklık yöneticilerinin, portföy yöneticilerinin veya sermaye piyasası kurumlarının faaliyetlerinde izledikleri politikalar sermaye piyasalarını kısa vadeciliğe yönlendirmektedir. Hatta piyasa katılımcılarının tamamı faaliyetlerinde kısa vadeci bir politika takip etmese bile bazılarının kısa vadeciliği esas almaları, piyasa katılımcılarının büyük bir bölümünü benzer davranışlarda bulunmaya sevk etmektedir¹⁸¹.

¹⁷⁸ Cella, Cristina/Ellul, Andrew/Giannetti, Mariassunta: *Investors' Horizons and the Amplification of Market Shocks*, ECGI 2014, Working Paper No: 298/2010, s. 2.

¹⁷⁹ Söz konusu yatırım stratejisi “teknik analiz yöntemi” olarak adlandırılmaktadır (Benicke, s. 105-106).

¹⁸⁰ Dallas, s. 298.

¹⁸¹ Nitekim yapılan bir araştırmada, yatırım tavsiyesinde bulunmaya yetkili sermaye piyasası kurumlarının genel yatırım tavsiyelerindeki değerlemelerini ve stratejilerini yakın bir geleceği esas alarak yapmalarının, uzun vade yatırımı düşünen ihraççıları ve yatırımcıları dahi kısa vadeci davranmaya yönlendirdiği tespit edilmiştir (Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu, s. 43; *The Aspen Institute: Overcoming Short-termism: a Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management*, 2009, s. 3).

2. Kolektif Yatırım Kuruluşları Bakımından

Kolektif yatırım kuruluşlarının önemli bir kısmı, pay sahibi oldukları halka açık ortaklıklarda kısa vadeci davranmaktadırlar¹⁸². ABD’de yapılan bir araştırmada kolektif yatırım kuruluşlarının yalnızca %10’nun pay sahibi oldukları halka açık ortaklıkların uzun vadedeki başarısıyla ilgilendikleri belirlenmiştir¹⁸³. Keza İsviçre’de de halka açık ortaklıkların yönetiminden veya paylarının borsa değerinden memnun olmayan kolektif yatırım kuruluşlarının %94,7’sinin paylarını satarak ortaklıktan çıkmayı tercih ettiği, buna karşılık %5,3’lük geri kalan kısmın ortaklık faaliyetleri üzerinde olumlu bir etki yaratmaya çalıştığı tespit edilmiştir¹⁸⁴.

Kolektif yatırım kuruluşları yukarıda izah edilen nedenlerin yanı sıra başka nedenlerle de halka açık ortaklıkların uzun vadedeki başarılarını ve hedeflerini göz ardı ederek, yalnızca portföylerindeki payların borsa değerlerinin kısa sürede artmasına odaklanmaktadır. Kolektif yatırım kuruluşlarının kısa vadeci davranmalarının ilk nedeni, yönettikleri portföylerin değerini artırarak kendilerini tercih eden yatırımcıların sayısını ve dolayısıyla gelirlerini çoğaltmaktır. Bu yüzden kolektif yatırım kuruluşları işlettikleri portföylerin değerlerinin kısa sürede yükselmesine önem vermektedirler¹⁸⁵. Gerçekten de küçük yatırımcılar kolektif yatırım kuruluşlarının başarısını, ellerindeki payların değerindeki kısa süreli artışla özdeşleştirdikleri için, kolektif yatırım kuruluşlarının işlettikleri portföyler değerlendirildikçe, kuruluşlara tasarruflarını aktaran yatırımcıların sayısı da artmaktadır¹⁸⁶.

¹⁸² Lipton, Martin/Rosenblum, Steven: *a New System of Corporate Governance: the Quinquennial Election of Directors*, TUCLR 1991, Vol. 58, s. 205-206.

¹⁸³ Bolton/Samama, s. 38.

¹⁸⁴ Forstmoser, Peter: *Exit oder Voice? Das Dilemma institutioneller Investoren*, Festschrift für Wolfgang Wiegand zum 65. Geburtstag, Bern: Stämpfli Verlag Aktiengesellschaft, 2005, s. 798.

¹⁸⁵ Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu, s. 46.

¹⁸⁶ Cremers, Martijn/Masconale, Saura/Sepe, Simone: *Commitment and Entrenchment in Corporate Governance*, NULR 2016, Vol. 110, No. 4, s. 748-749; Bushee, Brian: *Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?*, WFR 1999, s. 5; Roe, Mark: *Corporate Short-Termism in the Boardroom and in the Courtroom*, TBL 2013, Vol. 68, s. 985; Dallas/Barry, s. 562; Nitekim

Kanaatimizce yatırımcıları, kolektif yatırım kuruluşlarının performansını kıyaslarken kısa bir süreyi dikkate almaya yönlendiren nedenler arasında yatırımcıları bilgilendirmek için izlenen politikalar da yer almaktadır. Örneğin, Türkiye’de tüm fonları tek bir sistem üzerinden karşılaştırma imkânı sağlayan Fon Bilgilendirme Platformu’nun (TEFAS) fon karşılaştırma ölçütlerinden biri de getiri bazlı karşılaştırmadır. Yatırım fonlarını bu platform üzerinden getiri bazlı kıyaslanmak istendiğinde seçilebilecek tarih aralıkları bir ay, üç ay, altı ay, bir yıl, üç yıl ve beş yıldır¹⁸⁷. Platform tasarlanırken daha uzun süreye dayalı kıyaslama yapma olasılığı dikkate alınmadığı için, yatırımcıların yatırım fonlarını karşılaştırırken tercih edebilecekleri altı çeşit zaman aralığından dört tanesi bir yıl ve daha kısa bir süreyi kapsamaktadır.

Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi olarak kısa vadeci davranmalarının ikinci nedeni, portföy yöneticilerinin ücretlerinde belirleyici olan başarı performanslarının değerlendirilmesinde dikkate alınan vadenin kısa olmasıdır¹⁸⁸. Kolektif yatırım kuruluşlarının, yıllık düzenledikleri finansal raporların yanı sıra üç, altı ve dokuz aylık dönemler için de ara dönem finansal raporu düzenlemeleri [Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği¹⁸⁹ (SPFinRT) m. 7 ve 8] kolektif yatırım kuruluşlarının yöneticilerinin, portföy yöneticilerinin performanslarını ara dönem raporlarını esas alarak değerlendirmelerine sebebiyet vermektedir. Bu durum karşısında portföy yöneticileri, diğer portföy yöneticilerine kıyasla daha başarılı olup ücretlerini artırmak için, yönettikleri portföylerin değerini kısa süre içerisinde

yapılan bir araştırmada yatırımcıların, yatırım fonlarının yakın geçmişteki performanslarını “getiri bazında” kıyaslayarak daha iyi performans gösteren yatırım fonları arasında geçiş yaptıkları tespit edilmiştir (Dallas, s. 296).

¹⁸⁷ Bkz. <https://www.tefas.gov.tr/FonKarsilastirma.aspx>.

¹⁸⁸ Forstmoser, Exit oder Voice, s. 808; Splinter, § 134a Rn. 4; Benicke, s. 920; Krebs, Christian: *Aktiengesetz Kommentar* (Hrsg. Hölters, Wolfgang/Weber, Markus), Aufl. 4, München: Verlag C. H. Beck/Vahlen, 2022, § 134a Rn. 2.

¹⁸⁹ RG. 13.06.2013, S. 28676.

yükseltmeye çalışmaktadırlar¹⁹⁰. Ayrıca özellikle serbest fonlarda istihdam edilen portföy yöneticilerine ödenen ücretlerde aylık veya yıllık ücretin yanı sıra portföy tutarında meydana gelen kazanç üzerinden yüksek oranda komisyon verilmesi de kolektif yatırım kuruluşlarının kısa vadeci pay sahibi olmasına neden olmaktadır¹⁹¹.

Üçüncü neden, kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinde yer alan ortaklık sayısının zaman içerisinde artması nedeniyle halka açık ortaklıkların faaliyetlerinin takip edilmesinin zorlaşmasıdır¹⁹². Gerçekten de kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıklarda pay sahibi olabilecekleri oranlara ilişkin getirilen sınırlamalar, portföylerinde yer alan ortaklıkların sayısını artırmaya zorlamaktadır. Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları ortaklıkların sayısı çoğaldıkça, ortaklıkların ticari başarılarını ve geleceğe ilişkin beklentilerini izlemeleri ek bir maliyet getirmektedir¹⁹³. Kolektif yatırım kuruluşları maliyetler nedeniyle, uzun vadede başarılı olabilecek ortaklıkları araştırmak yerine, kısa sürede pay fiyatlarında yükseliş bekledikleri ortaklıkları portföylerine almaktadırlar¹⁹⁴.

Kolektif yatırım kuruluşlarının kısa vadeci tutumları, tıpkı diğer pay sahiplerinde olduğu gibi portföylerindeki payları tutma sürelerini kısaltmaktadır. Nitekim 2004 yılında ABD’de yapılan bir araştırmada, yatırım fonlarının portföylerindeki payları bir yıldan az

¹⁹⁰ Lipton/Rosenblum, s. 206; Duruigbo, Emeka: *Tackling Shareholder Short-Termism and Managerial Myopia*, KLJ 2011, Vol. 100, No. 3, s. 539; *Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu*, s. 48; *Hacımahmutoğlu*, Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi, s. 262.

¹⁹¹ Balp/Strampelli, s. 161-162; Freitag, Robert: *Neue Publizitätspflichten für institutionelle Anleger? Kritische Anmerkungen zum Vorschlag der Kommission für eine Neufassung der Aktionärsrechterichtlinie*, AG 18/2014, s. 649.

¹⁹² Fleischer, Holger/Strothotte, Christian: *Ein Stewardship Code für institutionelle Investoren: Wohlverhaltensregeln und Offenlegung der Abstimmungspolitik als Vorbild für Deutschland und Europa?*, AG 07/2011, s. 225.

¹⁹³ Balp/Strampelli, s. 156; Freitag, s. 648. Örneğin ABD’deki kolektif yatırım kuruluşlarının, portföylerinde yer alan ortaklıklardaki gelişmeleri takip etmeleri için istihdam ettikleri personel sayısına ilişkin 2019 yılında yapılan bir araştırmada, ABD’nin en büyük yatırım fonları arasında yer alan *Vanguard*’ın 11.246 ortaklık için 45, *Blackrock*’ın 13.225 ortaklık için 21 ve *State Street*’in 12.191 ortaklık için 12 çalışan görevlendirdiği tespit edilmiştir (Klöhn, Lars: *Passive Investoren, Aktivisten und die Reform des deutschen Hauptversammlungsrechts*, ZHR 2-3/2021, s. 192).

¹⁹⁴ Lipton/Rosenblum, s. 206; Roe, Corporate Short-Termism, s. 985.

tuttuğu belirlenmiştir¹⁹⁵. Keza 2017 yılında AB bölgesinde yapılan bir araştırmada da portföy yöneticilerinin portföylerindeki payların tamamını ortalama yirmi ayda değiştirdikleri tespit edilmiştir¹⁹⁶. Türkiye’deki kolektif yatırım kuruluşları bakımından ise bu konuda bir çalışma tespit edemediğimizi belirtmeliyiz.

D- Pay Sahipliğinde Kısa Vadeciliğin Ortaklık Yöneticileri Üzerindeki Etkisi

Kolektif yatırım kuruluşlarının da içerisinde bulunduğu kısa vadeci pay sahipleri, yatırım yaptıkları halka açık ortaklıklarda özellikle finansal raporlarda açıklanan verilere odaklanmaktadır¹⁹⁷. Finansal raporlar, mevcut ve potansiyel yatırımcılara, borç verenlere ve kredi veren diğer taraflara, raporlayan ortaklığa kaynak sağlamaya ilişkin karar verirken faydalı olacak finansal bilgiyi sağlayan kamuyu aydınlatma belgeleridir¹⁹⁸. Halka açık anonim ortaklıklarla ilgili gelişen süreçlerin, yatırımcılar tarafından daha iyi bir şekilde izlenmesi için¹⁹⁹, yıllık finansal raporların yanı sıra üç, altı ve dokuz aylık dönemleri kapsayacak şekilde ara dönem finansal raporları düzenlenmektedir (SPFinRT m. 7/1-a).

Piyasa katılımcıları ortaklıkların başarısını finansal raporlarda açıklanan bilgilerle ölçtüğü için kısa vadeci pay sahipleri, yatırım yaptıkları halka açık ortaklıkların birbirini takip eden ara dönem finansal raporlarında daha fazla kazanç açıklayacağı yönünde piyasalarda bir beklenti yaratması amacıyla, ortaklık yöneticileri üzerinde baskı

¹⁹⁵ Rappaport, Alfred: *The Economics of Short-Term Performance Obsession*, FAJ 2005, No. 3, s. 66.

¹⁹⁶ Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu, s. 46.

¹⁹⁷ Gary, Susan: *Best Interests in the Long Term: Fiduciary Duties and ESG Integration*, UCLR 2019, Vol. 90, No. 3, s. 779; Duruigbo, Short Termism, s. 531; Böckli, Peter: *Leitgrundsätze für eine Best Practice des KMU-Verwaltungsrates*, SZW 5/2014, s. 525; Fischer, Joel: *Shareholder Value, Corporate Social Responsibility und Gegenvorschlag zur Konzernverantwortungsinitiative*, GesKR 01/2021, s. 9.

¹⁹⁸ Bkz. Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu tarafından yayımlanan Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve, p. 1.2 (RG. 27.10.2018, S. 30578) ve SPKn m. 32/1.

¹⁹⁹ Manavgat, Çağlar: *Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2016, s. 204.

kurmaktadır²⁰⁰. Finansal raporlardaki iyi sonuçlara bağlı olarak ortaklığın yakın zamanda kazancını artıracığı algısı, ortaklık paylarına yönelik talebi artırarak payların borsa değerini yükselmektedir. Payların borsa değeri yükseldikçe, kısa vadeci pay sahipleri ucuza satın aldıkları payları daha yüksek fiyattan satarak ortaklıktan ayrılmaktadır²⁰¹. Bu durum, öğretide “üç aylık kapitalizm” olarak adlandırılmaktadır²⁰².

Ortaklık yöneticileri, kısa vadeci pay sahiplerinin düşüncelerine katılmasalar²⁰³ dahi kısa vadeci pay sahiplerinin baskısına karşı gel(e)meyerek ortaklık yönetiminde kısa vadeciliği (*myopic management/myopisches Management*) benimsemektedirler²⁰⁴. Ortaklık yöneticilerinin kısa vadeci pay sahiplerinin baskısına direnememelerinin ilk nedeni, yöneticilik pozisyonlarını devam ettirme arzusudur²⁰⁵. Zira başta kolektif yatırım kuruluşları olmak üzere kısa vadeci pay sahipleri, kendi çıkarlarına hizmet etmediklerini düşündükleri yöneticilerin görevden alınması yönünde bir çaba göstermektedirler²⁰⁶.

²⁰⁰ Rappaport, s. 65 ve 72; Gary, s. 779; Duruigbo, Short Termism, s. 531; Park, James: *Do the Securities Laws Promote Short-Termism?*, UCILR 2020, Vol. 10, No. 3, s. s. 993; Stein, Jeremy: *Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: a Model of Myopic Corporate Behavior*, QJE 1989, Vol. 104, s. 656; Rhee, s. 496; Anderson, Robert: *The Long and Short of Corporate Governance*, GMLR 2015, Vol. 23, No. 1, s. 29; Krebs, § 134a Rn. 2. Nitekim ABD’de yapılan bir araştırmada, üzerlerindeki baskı dolayısıyla ortaklık yöneticilerinin iki yıl veya daha kısa bir süre içerisinde olumlu finansal sonuçlar açıklama zorunluluğu altında hissettikleri gözlemlenmiştir (Gary, s. 779). Keza 2005 yılında ABD’de yapılan diğer bir araştırmada da ortaklık yöneticilerinin %78’inin, ortaklığın uzun vadedeki başarısını tehlikeye atsa bile yakın gelecekteki kazançlarını artıracak riskli kararlar almaları yönünde kendilerini baskı altında hissettikleri tespit edilmiştir (Edmans, Alex: *Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia*, JF 2009, Vol. 64, No. 6, s. 2482). Ayrıca 2012’de yapılan benzer bir araştırma için bkz. Erkens, David/Hung, Mingyi/Matos, Pedro: *Corporate Governance in the 2007–2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide*, JCF 2012, Vol. 18, No. 2, s. 399.

²⁰¹ Roe, Corporate Short-Termism, s. 985.

²⁰² Erdem, s. 82.

²⁰³ 2013 yılında AB’de yapılan bir araştırmaya göre, ortaklık yöneticilerinin %86’sı ortaklığın yönetiminde uzun vadeli kararlar alınmasının gelecekte ortaklığın daha başarılı olmasını sağlayacağına inanmaktadır (*Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu*, s. 47).

²⁰⁴ Bueren, s. 386; Rhee, s. 496. Ortaklık yöneticilerinin kısa vadeciliği seçmesinin diğer nedenleri için bkz. Roe, Corporate Short-Termism, s. 996-997; Rappaport, s. 65; Rhee, s. 544-545; Duruigbo, Short Termism, s. 534; Dallas, s. 311.

²⁰⁵ Roe, Corporate Short-Termism, s. 985; Anderson, s. 30; Yatağan Özkan, s. 163 ve 166; Erdem, s. 81; Fleischer, Holger: *Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)*, NZG 21/2009, s. 802.

²⁰⁶ Moslein/Sørensen, Long-Termism, s. 418; Duruigbo, Short Termism, s. 539; Schwartz, Jeff: *De Facto Shareholder Primacy*, MALR 2020, Vol. 79, No. 3, s. 688.

İkincisi, ortaklık tarafından yöneticilere ödenen ücretlerin ortaklık pay değerlerindeki artışla orantılı olarak artmasıdır²⁰⁷. Pay sahipleri kısa sürede ortaklık kârında meydana gelecek artış nedeniyle ortaklık yöneticilerinin yetenekli olduklarını değerlendirmekte ve ödenmesi teklif edilen yüksek tutardaki ücretleri kabul etmektedirler²⁰⁸. Bu yüzden yöneticiler, daha fazla ücrete hak kazanmak için kısa vadede olumlu sonuç verecek projeleri tercih etmektedirler²⁰⁹.

Sonuç olarak ortaklık yöneticileri, kısa vadeci pay sahiplerinin beklentilerini ve isteklerini karşılamak ve kendi çıkarlarını korumak için ortaklıkların yönetimine ilişkin aldıkları kararlarda kısa vadeciliği esas almaktadırlar²¹⁰. Dolayısıyla, yöneticiler ortaklıkların uzun vadedeki başarısına ve hedeflerine önem vermemekte, ortaklık paylarının borsa değerini kısa sürede artırmayı amaçlamaktadırlar²¹¹. Zira ortaklığın kazancının azalmasına neden olabilecek her karar kısa vadeci pay sahipleri açısından dezavantajlıdır²¹².

E- Pay Sahipliğinde Kısa Vadecilikten Kaynaklanan Sorunlar

Pay sahipliğinde kısa vadeciliğin yarattığı sorunlara geçmeden önce belirtmek gerekir ki öğretide azınlıkta olan bir görüş, pay sahiplerinin portföylerindeki payları

²⁰⁷ Duruigbo, Short Termism, s. 570; Freitag, s. 649; Walker, David: *The Challenge of Improving the Long-Term Focus of Executive Pay*, BCLR 2010, Vol. 51, s. 441; Flammer, Caroline: *Long-Term Executive Compensation as a Remedy for Corporate Short-Termism*, SULR 2018, Vol. 41, s. 419.

²⁰⁸ Bueren, s. 432.

²⁰⁹ Dallas/Barry, s. 559; Fried, Jesse/Bebchuk, Lucian: *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Part I: The Official View and its Limits*, Cambridge: Harvard University Press, 2004, s. 8-9; Sneirson, Judd: *the History of Shareholder Primacy from Adam Smith Through the Rise of Financialism*, UOFL 2019, Research Paper No. 2019-11, s. 6; Ergin, Emre/Karacan, Sami: *Üst Düzey Yönetici Ücretlerini Sınırlandırmak Bir Çözüm müdür?*, İGEİKD 2012, C. 14, S. 3, s. 88. Ancak ABD’de yapılan bir araştırmada, yüksek ücret alan yöneticilerin yönettikleri ortaklıkların, aynı sektörde faaliyet gösteren diğer ortaklıklara kıyasla fazla başarı göstermedikleri, dolayısıyla yöneticilerin ücretleri ile ortaklığın başarısı arasındaki bağıntının düşük olduğu tespit edilmiştir (Fried/Bebchuk, s. 8; Jaspers, Philipp: *Mehr Demokratie wagen – Die Rolle der Hauptversammlung bei der Festsetzung der Vergütung des Vorstands*, ZHR 1/2010, s. 8).

²¹⁰ Schneider, Uwe: *Abgestimmtes Verhalten durch institutionelle Anleger: Gute Corporate Governance oder rechtspolitische Herausforderung?*, ZGR 4/2012, s. 521.

²¹¹ Dallas/Barry, s. 545-546; Fried, s. 1557; Erdem, s. 77; Stein, s. 661; *The Aspen Institute*, s. 2; Gary, s. 779.

²¹² Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. 1, s. 258.

değiştirme sıklıklarının artmasının piyasaya likidite sağladığını ve dolayısıyla pay sahipliğinde kısa vadeciliğin piyasalar için yararlı olduğunu ifade etmektedir²¹³. Ancak pay sahipliğinde kısa vadecilik piyasaların likiditesini desteklese dahi kısa vadecilikte esas sorun pay sahiplerinin portföylerinde bulunan payları kısa sürede satarak kâr elde etmeye odaklanırken, ortaklıkların uzun vadedeki amaçlarına ve başarılarına ilgisiz kalmaları ve bunun sonucunda halka açık ortaklıkların iyi yönetilememesidir. Yatırımcıların pay alma-satma sıklıklarının artmasına bağlı olarak piyasaların likit olması kısa vadeciliğin sonuçlarından yalnızca bir tanesidir²¹⁴ ve kısa vadeciliğin yarattığı olumsuz sonuçları ortadan kaldırmak için yeterli değildir²¹⁵.

1. Ortaklıklar Bakımından

Anonim ortaklıklar esasen risk almak üzerine tasarlanmıştır. Pay sahiplerinin sadece taahhüt etmiş oldukları sermaye paylarıyla ve ortaklığa karşı sorumlu olmaları (TTK m. 329/2) veya anonim ortaklık yöneticilerinin duruma uygun araştırmalar yapıp, ilgililerden bilgiler alıp karar verdikleri, ancak gelişmelerin aksi yönde gerçekleşmesi üzerine ortaklığın zarar ettiği hâllerde, işadamı kararı ilkesi²¹⁶ gereği yöneticilerin özensizliğinden bahsedilememesi ve söz konusu zarardan dolayı yöneticilerin sorumluluğuna gidilememesi (TTK m. 369 ve 557/1) gibi örnekler anonim ortaklıkları getiriyle orantılı makul riskleri desteklemek üzere tasarlanmaktadır²¹⁷. Ancak kısa

²¹³ *Bebchuk, Lucian: The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value*, HJDPS 2013, No. 755, s. 1643-1644; *Bueren*, s. 622; *Silvers, Damon: Commentary on "Toward Common Sense and Common Ground? Reflections on the Shared Interests of Managers and Labor in a More Rational System of Corporate Governance" by Leo E. Strine, Jr.*, JCL 2007, Vol. 33, No. 1, s. 92.

²¹⁴ *Duruigbo*, Short Termism, s. 531.

²¹⁵ *İnci*, s. 69.

²¹⁶ İşadamı kararı ilkesi hakkında detaylı açıklama için bkz. *Hacımahmutoğlu, Sibel: The Business Judgement Rule: İşadamı Kararı Mı Yoksa Ticari Muhakeme Kuralı Mı?*, Batider 2014, C. 30, S. 4, s. 101-140; *Göktürk, Kürşat: Amerikan, Alman, İsviçre ve Türk Hukukunda İşadamı Kararı İlkesi*, İÜHFD 2011, C. 2, S. 2, s. 207-247; *Özdemir, Semih Sırrı: İş Adamı Kararı İlkesi (Business Judgment Rule) ve Türk Hukukunda Uygulanabilirliği*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2017, s. 7-45.

²¹⁷ *İnci*, s. 40-41.

vadecilik nedeniyle ortaklık yöneticilerinin aldıkları kararlar ortaklıkların faaliyetleri ve gelecekleriyle ilgili göz ardı edilemeyecek riskler içermektedir²¹⁸.

Yöneticiler, finansal raporlarda açıklanan kazanç miktarına ilişkin verilerin yüksek olması için ortaklıkların giderlerini çeşitli şekillerde azaltmaya çalışmaktadırlar. Yöneticiler ortaklıkların araştırma ve geliştirme faaliyetlerine daha az kaynak ayırmakta²¹⁹, diğer bir ifadeyle kısa vadedeki gelirler için uzun vadeye yönelik giderlerden vazgeçmektedirler²²⁰. Ancak araştırma ve geliştirme faaliyetlerine gerekli önemin verilmemesi ortaklıkların yatırım fırsatlarını kaçırmalarına ve faaliyetlerindeki yenilikçi özelliklerinin zayıflamasına neden olmaktadır²²¹. Örneğin, biyoteknoloji veya ilaç sektöründe faaliyet gösteren ortaklıkların araştırma ve geliştirme faaliyetlerine daha fazla önem vermesi ve bu faaliyetlerin sonuçlarını almak için ortalama beş ila on yıl arasında beklemesi gerekmektedir²²². Ancak söz konusu ortaklıkların kısa vadecilik nedeniyle yeterli araştırma ve geliştirme faaliyetinde bulunmaması veya uzun vadede sonuç verecek çalışmalar yapmaması bu tür sektörlerde yer alan ortaklıkların başarısız olmasına neden olmaktadır²²³.

Yöneticiler, ortaklığın finansal raporlarında yeni bir gider kalemi oluşturmamak için, ortaklığın geleceğine ilişkin stratejik planlama yaparken çekingen davranmakta ve

²¹⁸ *The Aspen Institute*, s. 2; *Fleischer*, Holger: *Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers*, ZGR 2/2011, s. 162; *Ringe*, Stewardship, s. 88.

²¹⁹ *Baums*, Theodor: *Institutionelle Investoren im Aktienrecht – Zur Umsetzung der ARUG II-Richtlinie*, ZHR 6/2019, s. 605.

²²⁰ *Dallas*, s. 279; *Bebchuk*, Long-Term Value, s. 1638; *Lipton/Rosenblum*, s. 206; *Anderson*, s. 29; *Duruigbo*, Short Termism, s. 542; *Cremers*, Martijn/Sepe, Simone: *Institutional Investors, Corporate Governance, and Firm Value*, SULR 2018, Vol. 41, s. s. 395; *Bhojraj*, Sanjeev/Hribar, Paul/Picconi, Marc/Mcinnis, John: *Making Sense of Cents: An Examination of Firms That Marginally Miss or Beat Analyst Forecast*, JF 2009, Vol. 64, No. 5, s. 2361; *Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu*, s. 47. Nitekim ABD’de ortaklık yöneticileri üzerinden yapılan bir ankette, yöneticilerin %80’inin kısa vadeli kâr hedefine ulaşmak için ortaklıkların araştırma ve geliştirme harcamalarını azalttıkları tespit edilmiştir (*Duruigbo*, Short Termism, s. 542).

²²¹ *Bolton/Samama*, s. 38; *Rappaport*, s. 69; *Bueren*, s. 535.

²²² *İnci*, s. 50-51.

²²³ *Lipton/Rosenblum*, s. 209.

uzun vadeyi esas alan yeni projelerden vazgeçmektedirler²²⁴. Yeni yatırımlarda bulunmayan ortaklıklar, rekabet güçleri zayıfladığı için sektörlerindeki konumlarını kaybetmektedirler²²⁵. Bu durum, halka açık ortaklıkların faaliyetlerinin sürdürülebilirliğini tehlikeye atmaktadır²²⁶.

Yöneticiler, ortaklığın pay değerini kısa sürede yükseltmek için ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi yönünde kararlar alabilmektedirler²²⁷ (TTK m. 379; Geri Alınan Paylar Tebliği²²⁸ m. 5/1). Nitekim 2007-2009 krizinden hemen önce ABD’deki bazı bankalar büyük geri alım programları yürütmüşlerdir²²⁹. Ortaklığın kendi paylarını satın alması hem ortaklığın dolaşımdaki paylarını azaltmakta hem de piyasa katılımcılarının ortaklığa karşı güvenini tazeleyerek onları ortaklık paylarını satın almaya teşvik etmektedir. Zira ortaklık kendi paylarını satın alarak piyasaya “daha iyi bir yatırım bulamadığım için kendi paylarımı satın alıyorum” mesajı vermektedir. Sonuç olarak, ortaklık paylarının satın alınmaya başlanmasıyla birlikte ortaklıkların pay değeri artmaktadır²³⁰.

²²⁴ Bolton/Samama, s. 38; Bhojraj/Hribar/Picconi/Mcinnis, s. 2361; Duruigbo, Short Termism, s. 542; Roe, Mark: *Stock Market Short-Termism's Impact*, UPLR 2018, Vol. 167, No. 1, s. 84. ABD’de 2013 yılında yapılan bir araştırmada, kısa vadeci pay sahiplerinin baskısı nedeniyle halka açık ortaklıkların halka kapalı ortaklıklara kıyasla daha az yatırım yaptıkları ve yatırım fırsatlarını yakalamakta daha başarısız oldukları tespit edilmiştir (Bolton/Samama, s. 39).

²²⁵ Duruigbo, Short Termism, s. 541.

²²⁶ The Aspen Institute, s. 2.

²²⁷ Almeida, Heitor/Erşahin, Nuri/Fos, Vyacheslav/Irani, Rustom/Kronlund, Mathias: *How Do Short-Term Incentives Affect Long-Term Productivity?*, ECGI 2020, Working Paper No: 662/2020, s. 2; Gutiérrez, Germán/Philippon, Thomas: *Investmentless Growth: An Empirical Investigation*, BPEA 2017, No. 1, s. 90.

²²⁸ RG. 03.01.2014, S. 28871.

²²⁹ Lazonick, William: *Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financialization of the U.S. Corporation*, BHR 2010, Vol. 84, No. 4, s. 696. Örneğin 2008 yılında iflâs eden Lehman Brothers bankası, iflâs etmeden önceki sekiz yıl boyunca toplamda 16,8 milyar Dolar tutarında geri alım yapmıştır. Lehman Brothers’ın iflâs etmeden bir yıl önce, yalnızca 2006-2007 yılları arasında, geri alım için yaptığı harcama tutarı ise 5,3 milyar Dolar’dır (Lazonick, s. 696).

²³⁰ Ancak yapılan bir araştırmada ortaklıkların, ekonomik imkânlarını ortaklığın üretim gücünü artıracak yatırımlar yapmak yerine ortaklık paylarının satın alınmasında kullanmalarının ortaklığın uzun vadeli üretim gücünü düşürdüğü tespit edilmiştir (Almeida/Erşahin/Fos/Irani/Kronlund, s. 29; Gutiérrez/Philippon, s. 152; Lazonick, s. 695-700).

Ayrıca kısa vadeci pay sahipleri portföylerindeki payların değerine odaklandıklarından, ortaklık yöneticilerinin faaliyetlerini yeteri kadar gözetmemekte ve bu durumdan yararlanan bazı yöneticiler kendi çıkarları için hileli davranışlara başvurabilmektedirler²³¹. Örneğin, faaliyette bulunduğu dönemde ABD'nin en değerli yedinci ortaklığı konumunda bulunan ve 1995 ile 2000 yılları arasında ABD'nin en yenilikçi ortaklığı seçilen *Enron Corporation (Enron)*, yöneticilerinin finansal raporlar üzerinde yaptıkları mali usulsüzlükler nedeniyle 2001 yılında iflâsını talep etmiştir. Yapılan araştırmalarda, *Enron* yöneticilerinin ortaklığın finansal raporlarında değişiklikler yaparak ortaklığın finansal yapısını güçlü gösterdikleri, ortaklığı denetleyen kuruluştan aynı zamanda danışmanlık faaliyeti olarak söz konusu kuruluşa yüksek miktarlarda ödeme yaptıkları ve bu yüzden denetleme kuruluşunun finansal raporlarda yapılan değişikliklere göz yumduğu, söz konusu işlemler sonucunda *Enron* yöneticilerinin ve denetleme kuruluşu yöneticilerinin haksız kazanç sağladığı tespit edilmiştir²³². *Enron* ortaklığının finansal raporlarındaki sonuçların iyi gelmesi özellikle kısa vadeci pay sahiplerinin beklentilerini fazlasıyla karşıladığı için, pay sahipleri ortaklığın yönetimine katılma ve ortaklık yönetimini gözetme gereği duymamıştır²³³. Ancak bu sırada ortaklık yöneticileri ortaklıktan ziyade kendi çıkarlarına odaklandıkları için ortaklık iflâsla karşı karşıya kalmıştır. Görüldüğü üzere, kısa vadeci pay sahipleri ve dolayısıyla kısa vadeci bir yönetim anlayışı sergileyen ortaklık yöneticileri halka açık ortaklıkların iyi yönetilmemesine ve söz konusu ortaklıkların geleceklerinin tehlikeye atılmasına neden olabilmektedirler²³⁴.

²³¹ Dallas, s. 278; Fried, s. 1580; Rhee, s. 548; Stein, s. 656; Roe, Corporate Short-Termism, s. 985; Duruigbo, Short Termism, s. 570; İnci, s. 62-63.

²³² Hamilton, Robert: *The Crisis in Corporate Governance: 2002 Style*, MALR 2003, Vol. 55, No. 2, s. 352-353.

²³³ Saltor, Malcolm: *How Short-Termism Invites Corruption ... And What to Do About It*, HBS 2012, Working Paper No. 12-094, s. 16-17.

²³⁴ Baums, Institutionelle Investoren, s. 605; Schmolke, s. 712; Kahan, Marcel/Rock, Edward: *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, UPLR 2007, Vol. 155, No. 5, s. 1084;

2. Diğer Pay Sahipleri Bakımından

Kısa vadecilik, ortaklıkların yanı sıra kısa vadeci olmayan diğer pay sahipleri bakımından da bazı sorunlar yaratmaktadır²³⁵. Halka açık anonim ortaklıklarda pay sahibi sayısının fazla olması nedeniyle, pay sahiplerinin çıkarları çoğu zaman birbiriyle örtüşmemektedir. Gerçekten de yatırımcılar halka açık anonim ortaklıklara farklı amaçlarla katılmaktadırlar. Halka açık anonim ortaklıklarda kısa vadeli getiri sağlamak amacıyla pay sahibi olan yatırımcılar olduğu gibi uzun vadede daha fazla getiri edinmek için pay sahibi olan yatırımcılar da bulunmaktadır²³⁶.

Uzun vadeci pay sahipleri, ortaklıkların sermaye yapısı, sektörlerindeki pozisyonları ve rekabet güçleri, teknolojik gelişmeler, ortaklık yönetimindeki kalite gibi kriterlerle ortaklıkları değerlendirerek²³⁷ ortaklık payları bakımından olması gereken bir değer belirlemekte ve bu değer ile payların borsadaki değerini kıyaslayarak, henüz olması gereken değere ulaşamayan -piyasa tarafından düşük değerlendirilen- payları portföylerine alarak, payların olması gereken değere ulaşmasını beklemektedirler²³⁸. Söz konusu yatırım stratejisi uzun vadeye yönelik olup, ancak uzun vadede başarılı olmaktadır²³⁹.

Kolektif yatırım kuruluşlarının da içerisinde bulunduğu kısa vadeci pay sahipleri, yukarıda izah edildiği üzere ortaklığın paylarının borsa değerinde kısa sürede meydana gelecek yükselişe önem verdikleri için²⁴⁰, ortaklığın uzun vadedeki başarısıyla ve

Schneider, s. 522; *Forstmoser*, Exit oder Voice, s. 802; *Zetzsche*, Dirk Andreas: *Pflichten von Asset Managern und Asset Ownern gem. §§ 134a ff. AktG*, AG 17/2020, s. 637.

²³⁵ *Forstmoser*, Exit oder Voice, s. 802.

²³⁶ Diğer sınıflandırma biçimleri için bkz. *Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat)*, C. 1, s. 256-258; *Poroy, Reha/Tekinalp, Ünal/Çamoğlu, Ersin: Ortaklıklar Hukuku I*, B. 15, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2021, s. 648-650; *Forstmoser, Peter/Meier-Hayoz, Arthur/Nobel, Peter: Schweizerisches Aktienrecht*, Bern: Stämpfli Verlag AG, 1996, s. 37-39.

²³⁷ Söz konusu yatırım stratejisi “temel analiz yöntemi” olarak adlandırılmaktadır (*Benicke*, s. 103).

²³⁸ *Benicke*, s. 104.

²³⁹ *Benicke*, s. 104.

²⁴⁰ Bu yüzden kısa vadeci pay sahipleri “spekülatör pay sahibi” olarak da anılmaktadır (*Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, s. 38, Rn. 42).

hedefleriyle ilgilenmemektedirler. Yöneticiler de üzerlerindeki baskı nedeniyle, ortaklığın uzun vadeye yayılan büyüme ve başarı hedeflerini önemsemeyerek, ortaklığın paylarının borsa değerlerini kısa vadede artıracak riskli kararlar almaktadırlar. Kısa vadeci pay sahiplerinin ve yöneticilerin ortaklıkların gelecekte elde edecekleri başarılarla önem vermemeleri, ortaklıklardan uzun vadede getiri beklentisi olan pay sahiplerinin çıkarlarıyla çatışmaktadır²⁴¹. Zira uzun vadeci pay sahipleri ortaklıkların zaman içerisinde daha önemli, daha büyük ve daha yenilikçi (inovatif) faaliyetlerde ve yatırımlarda bulunacağı arzusuyla yatırım yapmakta ve sonuç olarak ortaklık paylarının borsa değerinin ve pay sahiplerine dağıtılacak kâr payı oranının çok daha fazla olmasını ve kâr payı dağıtımında bir süreklilik sağlanmasını beklemektedirler. Ancak kısa vadeciliğe bağlı olarak araştırma geliştirme faaliyetlerine yeteri kadar önem vermeyen, yeni yatırımlar yapmak konusunda istekli davranmayan ortaklıkların rekabet güçleri zayıfladığı için ortaklıkların geleceğine yatırım yapan uzun vadeci pay sahiplerinin beklentileri karşılanmamakta ve çıkarları zarar görmektedir²⁴². Diğer bir ifadeyle, ortaklıkların kısa bir süre için finansal anlamda başarılı olmalarının uzun vadede yarattığı olumsuz sonuçlara uzun vadeci pay sahipleri katlanmaktadır²⁴³.

Ayrıca pay sahiplerinin ve ortaklık yöneticilerinin kısa vadeci tutum ve davranışları sermaye piyasalarının etkinliğini azaltmaktadır. Gerçekten de *etkin piyasa teorisine*²⁴⁴ göre sermaye piyasalarının fonksiyonunu tam olarak yerine getirdiğinin kabul edilebilmesi için sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının, fiyata etkili tüm bilgileri yansıtması gerekmektedir²⁴⁵. Ancak kısa vadeci yaklaşım nedeniyle piyasalardaki gerçek

²⁴¹ Anderson, s. 26; *The Aspen Institute*, s. 2; Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. 1, s. 258.

²⁴² Anderson, s. 29.

²⁴³ Duruigbo, Short Termism, s. 531; Erdem, s. 77.

²⁴⁴ Etkin piyasa teorisinde, bilgi etkin işleyen piyasalarda fiyatı belirleyen temel etkidir (Manavgat, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 189).

²⁴⁵ Fama, Eugene: *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, JF 1970, Vol. 25, No. 2, s. 383; Manavgat, Çağlar: *Anonim Ortaklıklarda Kurumsal Yönetimde Kamunun İşlevi*, Batider 2007, C. 24, S. 2, s. 487; *Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu*, s. 43.

riskler ve fırsatlar yanlış fiyatlanmaktadır. Zira piyasa katılımcıları kısa vadeye odaklandıkları için ortaklıkların uzun vadede karşılaşılabilecekleri riskleri ve fırsatları sermaye piyasası aracının fiyatına yansıtmakta başarısız olmaktadır²⁴⁶. Bu yüzden kısa vadecilik sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını yapay bir şekilde artırmakta ve gerçek değerinden uzaklaştırmaktadır²⁴⁷. Kısa vadecilik nedeniyle halka açık ortaklıkların paylarının borsa fiyatlarında meydana gelen aşırı oynaklıklar payların olması gereken değerini bulmasını engellediği için, uzun vadeci pay sahiplerinin pay fiyatlarına yönelik değerlendirmeleri ve beklentileri gerçekleşmemektedir²⁴⁸. Bu durum uzun vadeli yatırım yapan pay sahipleri açısından sermaye piyasalarının çekiciliğini azaltmaktadır²⁴⁹.

3. Genel Ekonomi Bakımından

Halka açık anonim ortaklıkların iyi yönetilmesi, yalnızca ortaklıkları ve pay sahiplerini değil, aynı zamanda ulusal ve uluslararası ekonominin seyrini de etkilemektedir²⁵⁰. Gerçekten de halka açık anonim ortaklıklar modern ekonomik düzenin taşıyıcısı konumundadırlar. Anonim ortaklıkların kişisel sermayelerin yetersiz kaldığı büyük yatırımların gerçekleşmesinde üstlendikleri rol, genel ekonomik düzeni ileriye taşımaktadır. Anonim ortaklıkların sahip oldukları ekonomik ve teknik imkânlar, devletlerin ve toplumların ekonomik anlamda büyümesine ve gelişmesine katkı sağlamaktadır²⁵¹.

²⁴⁶ Bolton/Samama, s. 38; Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu, s. 43.

²⁴⁷ Randy, Eaddy: *A Case for Eliminating Quarterly Periodic Reporting: Addressing the Malady of Short-Termism in U.S. Markets with Real Medicine*, BL 2019, Vol. 74, No. 2, s. 393; Yatağan Özkan, s. 166. Aksi görüş için bkz. *Bebchuk*, Long-Term Value, s. 1674-1676. Keza 2007-2009 yılları arasında yaşanan ekonomik krizde de konut fiyatlarının sürekli artacağı beklentisiyle piyasalar özellikle türev araçların taşıdıkları gerçek riskleri fiyata yansıtmakta başarısız olmuştur (bkz. İkinci Bölüm, II, A).

²⁴⁸ Anderson, s. 26. Kısa vadeci pay sahiplerinin, uzun vadeci pay sahiplerinin beklentileri bakımından herhangi bir risk oluşturmadığı yönünde bkz. *Rhee*, s. 501-502; *Bebchuk*, Long-Term Value, s. 1670-1672.

²⁴⁹ Bueren, s. 618.

²⁵⁰ Lipton/Rosenblum, s. 192.

²⁵¹ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar Hukuku I, s. 309-310; Paslı, Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, s. 6-7.

Anonim ortaklıklar ekonomik amaçlara ulaşmak için kuruluyor olsalar (TTK m. 331/1) da söz konusu ortaklıkların sosyal ve politik güçleri göz ardı edilmemelidir. Özellikle halka açık anonim ortaklıklarda, farklı sosyal statülere ve mesleklere sahip kişilerin halka açık anonim ortaklıklar aracılığıyla pay sahibi olabilmeleri, “servet kıskançlığını” ortadan kaldırmanın yanı sıra mülkiyeti tabana yayarak gelirin adil bir şekilde dağılmasına ve sosyal adaletin gerçekleşmesine yardımcı olmaktadır²⁵². Ayrıca halka açık ortaklıkların gerçekleştirdikleri büyük projeler sosyal refahın yükselmesine katkı sağlamaktadır²⁵³. Halka açık ortaklıkların ekonomik gücü, söz konusu ortaklıkların ulusal ve uluslararası seviyede karar alma süreçleri üzerinde etkili olmalarına imkân tanımaktadır²⁵⁴.

Halka açık anonim ortaklıkların kısa vadecilik nedeniyle yeni yatırımlardan vazgeçmeleri, gayri safi yurt içi hasılanın ve istihdam oranlarının yeteri kadar yükselmesine engel olarak²⁵⁵ ülke ekonomisini olumsuz bir şekilde etkilemektedir²⁵⁶. Ayrıca kısa vadecilik nedeniyle ortaklıkların yönetiminde yolsuzluk yapılması veya ortaklıkların gelecekte karşılaşılabilecekleri risklere yeteri kadar önem verilmemesi, halka açık anonim ortaklıkları sermaye kayıplarıyla veya iflâslarla karşı karşıya bırakmaktadır. Halka açık anonim ortaklıkların ekonomik bir çıkmaz içerisine girmeleri, ortaklıkların ekonomik, sosyal ve politik düzen içerisindeki konumlarından dolayı (*too big to fail*) ulusal ve uluslararası piyasalarda durgunlukların yaşanmasında ve ekonomik krizlerin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir²⁵⁷. Ekonomik krizler ve piyasalarda yaşanan

²⁵² Pashı, Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, s. 9.

²⁵³ Strine, Leo: *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, TBL 2010, Vol. 66, No. 1, s. 2.

²⁵⁴ Pashı, Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, s. 9; Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. 1, s. 274.

²⁵⁵ Bolton/Samama, s. 38; Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu, s. 3.

²⁵⁶ Jentsch, Valentin: *Loyalitätsaktien*, SJZ 6/2022, s. 268.

²⁵⁷ Pashı, Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, s. 42; Erdem, s. 76; Dallas, s. 268; Fried, s. 1554; Rhee, s. 500.

durgunluklar kolektif yatırım kuruluşlarına yatırım yapan küçük yatırımcıların da içerisinde bulunduğu toplumun büyük bir kesimini işsizlik gibi sorunlarla karşı karşıya bırakabilmektedir²⁵⁸.

Kısa vadecilik, finansal krizlere neden olmanın yanı sıra krizlerin şiddetini de artırmaktadır. Kısa vadeci pay sahipleri, finansal kriz sırasında portföylerinde yer alan payları hızlı bir şekilde satmaya çalıştıkları için sermaye piyasalarındaki krizi daha da şiddetlendirmektedirler²⁵⁹. Zira kısa vadeci pay sahipleri portföylerindeki payları kriz esnasında satmak isterken, çoğu yatırımcı yaşanan krizin ne zaman sona ereceğini öngöremediğinden kriz süresince pay senetlerini satın almama eğilimi göstermektedir. Bu durumda halka açık ortaklıkların payları satış baskısı altında kalmakta ve krizde sürekli değer kaybetmektedir. Ayrıca uzun vadeci pay sahipleri bu süreçte finansal çalkantının sona ermesini bekleyerek kısa vadeci pay sahiplerine kıyasla daha fazla maddi kayıpla karşı karşıya kalmaktadır²⁶⁰.

4. Çevre Bakımından

Pay sahipliğinde kısa vadecilik aynı zamanda toplum ve çevre için de birtakım sorunlar yaratabilmektedir. Ortaklığın giderlerini artırmak istemeyen kısa vadeci yöneticiler çevresel zararlara neden olacak ekolojik konulara yeteri kadar önem vermemektedirler²⁶¹. Bunun sonucunda, ortaklıkların faaliyetleri esnasında çok büyük çevresel zararlar meydana gelebilmektedir.

Örneğin, *BP Exploration & Production Incorporated (BP)* 20.04.2010 tarihinde Meksika (Amerika) Körfezi'nde petrol arama faaliyetinde bulunurken petrol sızıntısı

²⁵⁸ Strine, Leo: *Who Bleeds When the Wolves Bite: A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, YLJ 2017, Vol. 126, No. 6, s. 1878-1879.

²⁵⁹ Cella/Ellul/Giannetti, s. 2-3; İnci, s. 56.

²⁶⁰ Cella/Ellul/Giannetti, s. 2-3; Duruigbo, Short Termism, s. 580-581.

²⁶¹ Winston, Andrew: *The Big Pivot – Radically Practical Strategies for a Hotter, Scarcer, and More Open World*, ABD: Harvard Business Review Press, 2014, s. 95; Million, David: *Shareholder Social Responsibility*, SULR 2013, Vol. 36, No. 2, s. 911.

sorununa neden olmuştur. Tarihin en büyük çevre felaketlerinden biri olarak nitelendirilen sızıntıda, ABD Çevre Koruma Ajansı dört milyon varil petrolün körfeze karıştığını belirtmektedir²⁶². Uzmanlar tarafından kazayla ilgili yapılan araştırmada, yönetimin aldığı kararların ortaklığın maliyetlerini düşürmeyi ve gelirlerini artırmayı hedeflediği, ancak söz konusu kararlardan kaynaklanabilecek risklerin yeteri kadar göz önünde bulundurulmadığı vurgulanmıştır²⁶³. Keza diğer bir araştırmada da ortaklık yönetiminin kısa vadeci davranarak faaliyet esnasında gerçekleşebilecek olası tehlikeleri göz ardı ettiği ifade edilmiştir²⁶⁴. Ortaklık yöneticileri, körfezdeki petrol sondajının artan maliyetlerini düşürmek ve aynı zamanda yatırımcılar için kârlı kalabilmek amacıyla katı bir tasarruf politikası uygulamış ve bu tasarruflarda önceliği güvenlik ve bakım alanlarına vermişlerdir²⁶⁵. Çalışanları ve çevreyi korumaya yönelik önlemler ise azaltılmıştır²⁶⁶. Modernizasyon tedbirleri, maliyetleri nedeniyle ihmal edilince sondaj platformunun teknolojisi gerekli standartları karşılayamamıştır²⁶⁷. Daha endişe verici olan husus ise BP'nin modernizasyon ve bakım konularında ilk kez tasarruf yapmıyor olmasıdır. 2005 yılında Teksas'da, 2006 yılında Alaska'da ve 2008 yılında Meksika'da meydana gelen olaylarda yine büyük çevresel zararlar meydana gelmiş ve birçok işçi yaralanmış veya hayatını kaybetmiştir²⁶⁸. Tüm bu olayların öncesinde de BP yönetimi, maliyetten tasarruf etmek amacıyla ya bakım çalışmalarını en aza indirmeye ya da herhangi bir bakım çalışması yapmamaya karar vermiştir²⁶⁹.

²⁶² <https://www.epa.gov/enforcement/deepwater-horizon-bp-gulf-mexico-oil-spill>.

²⁶³ *National Commission on the BP Deepwater Horizon Oil Spill and Offshore Drilling: The Gulf Oil Disaster and the Future of Offshore Drilling (Report to the President)*, 2011, s. 223.

²⁶⁴ *Deepwater Horizon Study Group: Final Report on the Investigation of the Macondo Well Blowout*, 2011, s. 9.

²⁶⁵ Cherry, Miriam/Sneirson, Judd: *Beyond Profit: Rethinking Corporate Social Responsibility and Greenwashing After the BP Oil Disaster*, TLR 2011, Vol. 85, No. 4, s. 989-990.

²⁶⁶ Cherry/Sneirson, s. 1015.

²⁶⁷ İnci, s. 65.

²⁶⁸ Cherry/Sneirson, s. 995-999.

²⁶⁹ Cherry/Sneirson, s. 996-997.

Diğer bir örnekte de ABD Çevre Koruma Ajansı, 2015 yılında yapılan araştırmalar sonucunda *Volkswagen Group of America Incorporated*'ın (VW) 2009-2015 yılları arasında bazı araç modellerinde kullandığı yazılım sayesinde, ürettiği araçlarda emisyon test sonuçlarının kırk kat düşük çıkarttığını açıklamıştır²⁷⁰. Almanya merkezli VW, ABD'deki emisyon standartlarıyla başa çıkmak ve rakipleriyle yarışmak için böyle bir yazılım kullandığı belirtilmektedir²⁷¹.

Kısa vadede ortaklık kazancının yükselmesi için çevrenin ve insanların çıkarlarını feda eden ortaklıklar yukarıda açıklanan örneklerle sınırlı değildir. Birçok ortaklık kârlılığını artırmak için sosyal ve çevresel sorunlara neden olmaktadır²⁷² ve ne yazık ki söz konusu zararlar tazminatla giderilememektedir. Nitekim BP 2011 yılındaki çevresel zararlar nedeniyle toplamda 53.8 milyar Dolar²⁷³, VW ise emisyon skandalı nedeniyle toplamda 37.7 milyar Dolar tazminat ve idari para cezası ödemek zorunda kalmıştır²⁷⁴. Ancak çevresel zararlar meydana geldikten sonra ekolojik dengenin eski hâline gelmesi çok uzun bir zaman gerektirdiğinden, ortaklıklar tarafından ödenen tazminat ve idari para ceza tutarlarının yüksekliği bu gerçek karşısında bir anlam ifade etmemektedir.

5. Ortaklık Yöneticileri Bakımından

Kısa vadecilikten kaynaklanan bütün bu sorunlar anonim ortaklığın nasıl yönetilmesi gerektiği sorusuyla ilgili olmasına karşın TTK bu soruya açık bir cevap vermemektedir. Bununla birlikte anonim ortaklıklarda yöneticilerin özen ve bağlılık yükümlülüğünü açıklayan TTK m. 369/1 hükmü söz konusu sorunun cevabıyla yakından ilgilidir. Hükme göre anonim ortaklıklarda yönetim kurulu üyeleri ve yönetimle görevli

²⁷⁰ <https://www.epa.gov/vw/learn-about-volkswagen-violations>.

²⁷¹ *İnci*, s. 66-67.

²⁷² *Million*, s. 919.

²⁷³ <https://www.reuters.com/article/us-bp-gulfmexico-settlement-idUSKCN0PC1BW20150702>.

²⁷⁴ <https://www.reuters.com/business/autos-transportation/vw-culture-blame-silence-over-emissions-scandal-ex-manager-says-trial-2021-09-23/>.

üçüncü kişiler, görevlerini tedbirli bir yöneticinin özeniyle yerine getirmek ve ortaklığın çıkarını dürüstlük kurallarına uyarak gözetmek yükümlülüğü altındadırlar. Söz konusu hüküm dikkate alındığında, çoğulcu bir çıkarlar organizması olan halka açık anonim ortaklıklarda yöneticiler özellikle çıkar çatışmalarının yaşandığı hâllerde (örneğin kısa vadeci ve uzun vadeci pay sahipleri arasında yaşanan çıkar çatışması²⁷⁵ gibi) karar alırken ortaklığın çıkarına olacağını düşündükleri kararı seçmelidirler.

Yönetim kurulu hangi kararın ortaklığın çıkarına uygun olduğunu belirleme konusunda takdir yetkisine sahiptir. Bununla birlikte TTK m 369/1’de ortaklığın çıkarının dürüstlük kuralına uyularak gözetileceği ifade edilerek yönetim kurulu üyelerinin takdir yetkisine ilişkin genel bir sınır çizilmiştir. Dürüstlük kuralı, kişinin bir hakkı kullanırken normal ve makul davranmasını ve bu kapsamda hakkın amacına uygun bir şekilde kullanılmasını sağlamaktadır [Türk Medeni Kanunu²⁷⁶ (TMK) m. 2]. Hakkın, amacı aşan bir şekilde kullanılması dürüstlük kuralına aykırılık teşkil edecek ve hakkın kötüye kullanılması sonucunu doğuracaktır²⁷⁷. Dürüstlük kuralı, hakkın en az zarar verecek şekilde kullanılmasını ve hakkın kullanılması sonucunda elde edilecek fayda ve zarar arasında aşırı orantısızlık bulunmamasını gerektirmektedir²⁷⁸.

Dürüstlük kuralına ilişkin yukarıdaki açıklamaları yönetim kurulu üyelerinin takdir yetkilerini kullanmaları konusunda somutlaştırmak kolay değildir. Bu durum karşısında öğretici, yönetim kurulu üyelerinin takdir yetkisine ortaklığın varlığı ve amacı üzerinden genel bir sınır çizmektedir. Buna göre yönetim kurulu üyelerinin takdir yetkisi ortaklığın varlığının sürdürülmesi ve ortaklığın uzun vadeli kârlılığının güvence altına

²⁷⁵ Bkz. İkinci Bölüm, II, E, 2.

²⁷⁶ RG. 08.12.2001, S. 24607.

²⁷⁷ Edis, Seyfullah: *Medeni Hukuka Giriş ve Başlangıç Hükümleri*, B. 2, Ankara: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, 1989, s. 329.

²⁷⁸ Edis, s. 338-342.

alınmasıyla sınırlanmalıdır²⁷⁹. Yönetim kurulu alacağı kararlarda ortaklığın varlığını ve uzun vadeli kârlılığını devam ettirmeye odaklanarak çatışan çıkarları dengelemelidir. Başka bir deyişle, yönetim kurulu çıkar çatışmalarının bulunduğu hâllerde ortaklığın varlığını ve uzun vadeli kârlılığını sürdürmeye hizmet edeceğini düşündüğü kararı seçmelidir²⁸⁰.

Türk hukukunda anonim ortaklıkların varlıklarını devam ettirmeleriyle ilgili bazı hükümler bulunmaktadır. Pay senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıklarda, ortaklığın varlığını, gelişmesini ve devamını tehlikeye düşüren sebeplerin erken teşhisi, bunun için gerekli önlemler ile çarelerin uygulanması ve riskin yönetilmesi amacıyla riskin erken saptanması komitesinin kurulmasının zorunlu tutulması (TTK m. 378/1), ortaklıkta işlerin iyi gitmediği zamanlarda işletmeyi devam ettirmeye veya işsizliğin önüne geçmeye ve sonuçlarını hafifletmeye elverişli önlemler alınması için genel kanuni yedek akçe ayrılması (TTK m. 519/3), genel kurulun ortaklığın sürekli gelişimi yönünden haklı görülüyorsa kanunda ve esas sözleşmede öngörülenlerden başka yedek akçe ayrılmasına karar verebilmesi (TTK m. 523/2-b), anonim ortaklığın genel kurul kararıyla feshedilmesinde ağırlaştırılmış nisapların kabul edilmesi (TTK m 529/1-d atfıyla m. 421/3 ve 4), haklı sebeple fesih davasında mahkemeye fesih yerine alternatif çözümlere karar verebilme yetkisi verilmesi²⁸¹ (TTK m. 531/1), önemli miktarda aktiflerin toptan

²⁷⁹ Forstmoser, Peter: *Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung?*, Summa: Dieter Simon zum 70. Geburtstag (Hrsg. Kieskow, Rainer Maria/Ogorek, Regina/Simitis, Spiros), Frankfurt am Main: Vittorio Klostermann Verlag, 2005, s. 234; *Fleischer*, Holger: *Grosskommentar zum Aktienrecht* (Hrsg. Stolz, Eberhard/Veil, Rüdiger), München: Verlag Carl Heinrich Beck, 01.10.2024, § 76 Rn. 27 ve § 93 Rn. 101; *Spindler*, Gerald: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz* (Hrsg. Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne), Aufl. 6, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2024, § 76 Rn. 87, 100 ve 136; *Koch*, Jens: *Aktiengesetz*, Aufl. 18, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2024, § 93 Rn. 51; *Böckli*, Aktienrecht, s. 1567, Rn. 757; *von der Crone*, Hans Casper: *Aktienrecht*, Aufl. 2, Bern: Stämpfli Verlag AG, 2020, s. 12, Rn. 22.

²⁸⁰ Hangi kararın bu amaca en iyi şekilde hizmet edeceği geleceğe yönelik tahminler üzerinden belirlenecektir (*Fleischer*, Grosskommentar, § 93 Rn. 101).

²⁸¹ “Şirket menfaatleri sadece ortaklar nezdinde korunması gereken hak ve menfaatler içermeyip alacaklıların menfaatini de kapsayan daha geniş bir koruma alanını içermektedir. Bu nedendir ki haklı sebeple şirketin feshi davalarında hâkim, ortakların taleplerinden bağımsız olarak şirketin varlığını sürdürmesini önceleyen önlemler alabilecektir” [Yargıtay HGK, 24.03.2022, E. 2019/11-975, K. 2022/374, (Karşı oy yazısı) (Kazancı İçtihat Bankası)]; “Ancak şirketin devamlılığının sağlanması esas olup feshin son çare olduğu gözetilerek [...] karar verilmesi gerekirken [...] reddine karar verilmesi

satılabilmesinin genel kurulun devredilemez görev ve yetkileri içerisinde yer alması²⁸² (TTK m. 408/2-f; Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği²⁸³ m. 7/1) bu konu için örnek teşkil etmektedir. Keza Kurumsal Yönetim Tebliği²⁸⁴,nin (KYT) ekinde yer alan Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde (KYİ) de yönetim kurulunun, alacağı stratejik kararlarla ortaklığı öncelikle uzun vadeli çıkarlarını gözeterek idare ve temsil edeceği (KYİ 4.1.1), ücret komitesinin yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirilmesinde kullanılacak ilke, kriter ve uygulamaları ortaklığın uzun vadeli hedeflerini dikkate alarak belirleyeceği (KYİ 4.5.13) ifade edilerek ortaklığın varlığının uzun vadeli olacak şekilde devam ettirilmesi desteklenmiştir.

Ortaklığın uzun vadeli kârlılığı ise ortaklığın amacıyla ilgilidir. Nitekim gerçek kişiler kendi kararlarını vermekte kural olarak özgürlerken, tüzel kişilerin idari organları tüzel kişiliğin amacını dikkate alarak karar vermelidirler. Bu yüzden anonim ortaklıklarda yönetim kurulu üyelerinin takdir yetkisi, ortaklığın amacıyla sınırlandırılmaktadır²⁸⁵. Ortaklığın amacı ortaklığın faaliyetlerinin yönünü belirlemektedir. Yönetim kurulunun aldığı her kararın (tedbirin) özellikle ortaklığın amacına uygun olması gerekmektedir²⁸⁶. Anonim ortaklıkların amacı ekonomiktir (TTK m. 331/1) ve bu amaç ortaklık

doğru olmamış, bozmayı gerektirmiştir" [Yargıtay 11. HD, 24.02.2021, E. 2019/2942, K. 2021/1647, (Kazancı İçtihat Bankası)].

²⁸² "[...] dava konusu taşınmazın, davacı şirketin varlığını sürdürdürebilmesi için hayati önemi haiz bulunup bulunmadığının [...] araştırılması [...] gerekirken sadece [...] iddiasının değerlendirilmesi suretiyle eksik incelemeye dayalı yazılı şekilde karar verilmesi bozmayı gerektirir" [Yargıtay 11. HD, 04.10.2023, E. 2022/3213, K. 2023/5564, (Kazancı İçtihat Bankası)].

²⁸³ RG. 27.06.2020, S. 31168.

²⁸⁴ RG. 03.01.2014, S. 28871.

²⁸⁵ Grigoleit, Hans Christoph: *Aktiengesetz Kommentar* (Hrsg. Grigoleit, Hans Christoph), Aufl. 2, München: Verlag C. H. Beck, 2020, § 76 Rn. 17; Spindler, § 76 Rn. 86; Fleischer, Grosskommentar, § 76 Rn. 69.

²⁸⁶ Grigoleit, § 76 Rn. 25. "[...] her ticaret ortaklığı gibi anonim ortaklığın nihai amacı kâr elde edip ortaklarına dağıtmaktır [...] Ortaklığın bütün organları bu nihai amaca uygun kararlar almak zorundadır" [Yargıtay 11. HD, 26.12.2017, E. 2016/8800, K. 2017/7610, (Kazancı İçtihat Bankası)].

faaliyetlerinde kâr elde edilmesiyle gerçekleşmektedir²⁸⁷. Ayrıca ortaklığın varlığını sürdürmesi ortaklığın uzun vadeli kârlılığına bağlıdır²⁸⁸.

Ortaklığın uzun vadeli kârlılığından kast edilen ortaklık bilançosunda belirtilen kâr değildir. Zira kâr, bilançoda üç, altı, dokuz ve on iki aylık (kısa vadeli) periyotlara ve birtakım muhasebesel kriterlere göre geçmişe yönelik olarak hesaplanmaktadır²⁸⁹. Bilançodaki kâra (geçmişe) odaklanmak ortaklığın varlığını (geleceğini) tehlikeye atabilmektedir²⁹⁰. Burada ifade edilmek istenen husus, ortaklığın rekabet gücünü artırarak²⁹¹ uzun vadeye yayılmış bir şekilde kârda sürekliliği sağlamaktır²⁹². Kârın azami düzeyde olması değil, uygun düzeyde ve devamlı olması yeterlidir²⁹³. Konuyu örneklendirmek gerekirse yönetim kurulu ortaklığın uzun vadeli kârlılığını destekleyeceğini düşünüyorsa, ortaklığın ürettiği bir ürün için mümkün olan en yüksek fiyatı elde etmekten kaçınabilir veya tüketici lehine fiyatları düşürebilir ya da ortaklığın sahip olduğu patent hakkından vazgeçerek ortaklığın kullanmakta olduğu teknolojinin sektöre yayılmasını sağlayabilir²⁹⁴. Keza İsviçre Federal Mahkemesi de 09.07.1974 tarihli bir kararında pay sahiplerinin anonim ortaklığın uzun vadeli kâr politikası izlenerek yönetildiği gerçeğini kabul etmeleri gerektiğini belirtmiştir²⁹⁵. Nitekim TTK m. 523/2-

²⁸⁷ *Kendigelen/Kırca*, s. 12; *Grigoleit*, § 76 Rn. 17.

²⁸⁸ *Spindler*, § 76 Rn. 87.

²⁸⁹ *Spindler*, § 76 Rn. 89; *Grigoleit*, § 76 Rn. 26.

²⁹⁰ *Böckli*, Aktienrecht, s. 1567, Rn. 757; *Kalss*, Susanne: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz* (Hrsg. Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne), Aufl. 6, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2024, § 76 Rn. 225.

²⁹¹ *Böckli*, Aktienrecht, s. 1567, Rn. 757.

²⁹² *Spindler*, § 76 Rn. 87.

²⁹³ *Böckli*, Aktienrecht, s. 1567, Rn. 757; *Forstmoser*, Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung?, s. 212.

²⁹⁴ *Spindler*, § 76 Rn. 135; *Watter*, Rolf/*Spillmann*, Till: *Corporate Social Responsibility - Leitplanken für den Verwaltungsrat Schweizerischer Aktiengesellschaften*, GesKR 2-3/2006, s. 108.

²⁹⁵ Bkz. BGE 100 II 393 (*Forstmoser*, Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung?, s. 225). Benzer yöndeki diğer bir karar için bkz. BGE 54 II 28 [*Forstmoser*, Peter: *Corporate Social Responsibility, eine (neue) Rechtspflicht für Publikumsgesellschaften?*, Festschrift für Peter Nobel zum 70. Geburtstag (Hrsg. *Waldburger*, Robert/*Sester*, Peter/*Peter*, Christoph/*Baer*, Charlotte) Bern: Stämpfli Verlag AG, 2015) s. 161, dn. 18].

b’de genel kurulun kararlı kâr payı dağıtımını yönünden haklı görülüyorsa, kanunda ve esas sözleşmede öngörülenlerden başka yedek akçe ayrılmasına karar verebileceği ifade edilerek kâr payı dağıtımında sürekliliğe işaret edilmiştir²⁹⁶.

Görüldüğü üzere anonim ortaklıkların yöneticilerinin alacakları kararlar ortaklığın varlığını ve uzun vadeli karlılığını sürdürecektir, diğer bir ifadeyle ortaklığın çıkarına hizmet edecek nitelikte olmalıdır. Nitekim TTK m. 369/1’in gerekçesinde ortaklık çıkarının dürüstlük kuralına göre gözetilmesinin, yönetim kurulu üyesinin kişisel çıkarını, hâkim pay sahibinin veya pay sahiplerinin (örneğin kısa vadeci pay sahiplerinin) ve onların yakını olan gerçek ve tüzel kişiler ile üçüncü kişilerin çıkarlarını, ortaklığın çıkarının önüne geçirmemesini kastettiği²⁹⁷, çıkar çatışması bulunan hâllerde ise yönetim kurulunun gerekli önlemleri almasını ve hâkim ortağı ve onun yakınlarını kayırmadan ortaklık için, ortaklığın çıkarı için rekabet şartlarına uygun olarak pazarlık yapmasını ifade ettiği belirtilmiştir²⁹⁸. Ortaklıkta tek pay sahibi bulunsa dahi pay sahibi ortaklığın çıkarına saygı göstermeli ve karar alırken kendi çıkarını ortaklığın çıkarının önüne geçirmemelidir²⁹⁹. Dolayısıyla, halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kurulu üyeleri kolektif yatırım kuruluşlarının da içerisinde bulunduğu kısa vadeci pay sahiplerinin ve kendi çıkarlarına göre değil, ortaklığın çıkarına olacak biçimde karar vermelidirler. Aksi hâlde yöneticiler, aldıkları kısa vadeci kararlar nedeniyle ortaklığın zarara uğraması hâlinde söz konusu zarardan hukuken sorumlu olacaklardır³⁰⁰ (TTK m. 553/1).

²⁹⁶ Örneğin bkz. Yargıtay 11. HD, 30.09.2019, E. 2018/4166, K. 2019/5927, (Kazancı İçtihat Bankası).

²⁹⁷ Yönetim kurulu üyelerinin bağlılık yükümlülüğü ortaklara değil, ortaklıktadır. Bu yüzden yönetim kurulu üyeleri görevlerini yerine getirirken ne çoğunluk pay sahibi ne de diğer pay sahipleri yönetim kuruluna talimat verebilir (*Fleischer*, Grosskommentar, § 76 Rn. 66 ve 68).

²⁹⁸ Bkz. TTK m 369’un gerekçesi [Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), Dönem: 23, Yasama Yılı: 2, Sıra Sayı No: 96].

²⁹⁹ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, s. 297, Rn. 28.

³⁰⁰ Anonim ortaklıklarda yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu hakkında bkz. *Çamoğlu*, Ersin: *Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu (Kamu Borçlarından Sorumluluk İle)*, B. 3, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010, s. 9-45; *Helvacı*, Mehmet: *Anonim Ortaklıkta Yönetim Kurulu Üyesinin Hukuki Sorumluluğu*, B. 2, İstanbul: Beta Yayınevi, 2001, s. 37-42.

III. PAY SAHİPLİĞİNDE KISA VADECİLİĞE KARŞI BİR ÇÖZÜM ÖNERİSİ: KATILIMCI PAY SAHİPLİĞİ

A- Giriş

Pay sahipliğinde kısa vadeciliğin neden olduğu sorunları ortadan kaldırmak veya en aza indirmek amacıyla, öğretilerde kısa vadeciliğe karşı çeşitli öneriler sunulmuştur. Bu bölümde öncelikle, çalışmamızın konusunu oluşturan kolektif yatırım kuruluşlarının, pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmasını ifade eden katılımcı pay sahipliği (*shareholder engagement*) kavramı detaylı bir şekilde incelenecektir. Sonrasında ise katılımcı pay sahipliği dışındaki diğer çözüm önerileri kısaca açıklanacaktır. Ancak katılımcı pay sahipliği kavramına geçmeden önce, bütün çözüm önerilerini kapsayan genel bir açıklama yapılacaktır.

Kısa vadeciliğe karşı sunulan önerilerin tek başlarına uygulanması kısa vadeciliğe karşı beklenen faydayı sağlamamaktadır. Bu yüzden pay sahipliğinde kısa vadecilikle mücadele edebilmek için ortaklıklar hukuku ve sermaye piyasası hukukunun çeşitli yönlerinin değiştirilmesi gerekmektedir ve değişim ancak önerilerin birlikte uygulanmasıyla gerçekleştirilebilecektir³⁰¹. Çözüm önerilerinde konu itibarıyla birbirlerinden farklı teklifler sunulmuş olsa da ortak amaç, pay sahiplerinin portföylerindeki payları tutma sürelerini uzatırken aynı zamanda onları bir şekilde ortaklık yönetimine katılmaya teşvik etmektir³⁰²; Zira pay sahiplerinin hiçbir şey yapmadan yalnızca uzun bir süre beklemeleri halka açık anonim ortaklıkların kötü yönetilmesi sorununun çözümü için yeterli olmayacaktır³⁰³.

³⁰¹ Bueren, s. 529.

³⁰² İnci, s. 365-366.

³⁰³ Binder, Andreas/Gutzwiller, Roman: *Soft Law für institutionelle Investoren Vorstellung und Würdigung der «Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften»*, GesKR 1/2013, s. 86.

Kısa vadeciliğe karşı sunulan öneriler, halka açık anonim ortaklıkların uzun vadeli yönetilmesi suretiyle başta pay sahipleri olmak üzere ortaklıklardaki bütün çıkar gruplarının, toplumun ve çevrenin içinde bulunduğu koşulların iyileştirilmesini amaçlamaktadır³⁰⁴. Gerçekten de uzun vadeli yönetim, ortaklıkların nakit akışlarını artıracak için ortaklıklar pay sahiplerine kâr dağıtmayı sürdürecektir ve aynı zamanda çalışanlarına ve alacaklılarına karşı borçlarını rahatlıkla yerine getirebileceklerdir³⁰⁵. Ayrıca geleceğe yatırım yapan ortaklıklar ülke ekonomisinde istihdam açığını kapatacak ve üretim sürekliliği sağlayacaktır³⁰⁶. Uzun vadeli yönetilen halka açık ortaklıkların kısa zamanda gerçekleşmesi mümkün olmayan önemli projelere yatırım yapacakları, uzun vadeli yatırımın piyasadaki rekabeti ve yaratıcılığı artırırken aynı zamanda insanlara sunulan temel hizmetleri destekleyeceği, insanların yaşam standartlarını ve çevre koşullarını iyileştireceği ifade edilmektedir³⁰⁷.

B- Katılımcı Pay Sahipliği

1. Kavram

Bu çalışmanın konusunu oluşturan ve pay sahipliğinde kısa vadeciliğe karşı çözüm olarak sunulan önerilerden biri kolektif yatırım kuruluşlarının katılımcı pay sahipliği anlayışıyla yatırım yapmasını sağlamaktır. Katılımcı pay sahipliği hakkında öğretilerde farklı tanımlara tesadüf edilmektedir³⁰⁸. Katılımcı pay sahipliği kavramını şu

³⁰⁴ Forstmoser, Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung?, s. 219; Bachmann, Zielsetzung und Governance von Unternehmen, s. 208.

³⁰⁵ Fried, s. 1575; Rappaport, s. 65 ve 69; Spindler, § 76 Rn. 87, 227 ve 229; Fleischer, Grosskommentar, § 76 Rn. 51.

³⁰⁶ Duruigbo, Short Termism, s. 580-581; Yatağan Özkan, s. 169; Matheason, John/Olson, Brent: *Corporate Law and the Longterm Shareholder Model of Corporate Governance*, MLR 1992, Vol. 76, s. 1371.

³⁰⁷ Avrupa Komisyonu: *Avrupa Ekonomisinin Uzun Vadeli Finanse Edilmesi Hakkında Yeşil Kitap (Green Paper: Long-Term Financing of the European Economy)*, 2013, p. 1; Strand, s. 32; Forstmoser, Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung?, s. 220; Lipton/Rosenblum, s. 216.

³⁰⁸ Bu tanımlar için bkz. Heuser, Moritz: *Shareholder Activism: Aktienrechtliche Schranken für Anteilseigneraktivismus*, Köln: Carl Heymanns Verlag, 2012, s. 17-18; Black, Bernard: *Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*, The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law (Ed. Newman, Peter), London: Palgrave Macmillan, 1998, s. 460; Rose, Paul/Sharfman, Bernard: *Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance*, BYULR 2014, Vol. 2014, No. 5, s. 1017; Döpfner, Claudia: *Engagement: Eine theologisch-ethische Perspektive*,

şekilde açıklamak yeterli olacaktır: Halka açık anonim ortaklıklarda pay sahibi olan kolektif yatırım kuruluşlarının, oy hakkı, bilgi alma ve inceleme hakkı, dava hakkı gibi pay sahipliği hakları (*the formal instruments/die formelle Instrumente*) ile kişisel görüşmeler, kamuoyu baskısı ve diğer pay sahipleriyle işbirliği gibi hukuken düzenlenmemiş bazı araçları (*the informal instruments/die informelle Instrumente*) ortaklıkların uzun vadede daha iyi yönetilmesi için kullanarak ortaklıkların yönetimine katılmasını ifade etmektedir.

Görüldüğü üzere katılımcı pay sahipliği, kolektif yatırım kuruluşlarını pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmaya sevk etmektedir. Ortaklıklar hukukunda yönetim, ortaklıkların amacının ve işletme konusunun gerçekleştirilmesi için yöneticiler tarafından yürütülen her çeşit iş ve işlemi ifade etmektedir (TTK m. 223 ve 374). Ancak katılımcı pay sahipliğinin tanımında kullanılan ortaklıkların yönetimine katılmak ifadesiyle kastedilen husus, ortaklıkların amacının ve işletme konusunun gerçekleştirilmesi için yöneticiler tarafından yürütülen her çeşit iş ve işleme katılmak değildir. Diğer bir ifadeyle, katılımcı pay sahipliği kolektif yatırım kuruluşlarına herhangi bir yönetsel güç ve yetki vermemektedir³⁰⁹.

Katılımcı pay sahipliği kapsamında ortaklıkların yönetimine katılmak ifadesi; kolektif yatırım kuruluşlarının, pay sahipliği haklarını ve diğer araçları aktif bir şekilde kullanarak ortaklığın işleyişini sağlayan iş ve işlemleri gözetmesi anlamına gelmektedir. Kolektif yatırım kuruluşları halka açık anonim ortaklıkların geleceğini ilgilendiren iş ve

Nachhaltige Finanzen Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken (Hrsg. Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage), Wiesbaden: Springer Gabler, 2020, s. 34; Birkmose, Hanne: *The Transformation of Passive Institutional Investors into Active Owners: 'Mission Impossible'?*, The European Financial Market in Transition (Ed. Birkmose, Hanne/Neville, Mette/Sørensen, Karsten), Netherlands: Wolters Kluwer, 2011, s. 111.

³⁰⁹ Rose/Sharfman, s. 1037-1038; Malmendier, Marcel: *Engagement – Überlegungen zu Wirkmechanismen einer diskursiven Praxis*, Nachhaltige Finanzen Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken (Hrsg. Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage), Wiesbaden: Springer Gabler, 2020, s. 341; Bainbridge, Stephan: *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, HLR 2006, Vol. 119, s. 1749-1750.

işlemlerde gözetim rolü üstlenerek ortaklık yönetiminde etkili olmaktadır³¹⁰. Kolektif yatırım kuruluşları ortaklığın günlük (operasyonel) iş ve işlemlerinden ziyade³¹¹, birleşme, bölünme ve tür değiştirme gibi yapısal değişiklikler, ortaklık sermayesinin artırılması veya azaltılması gibi esas sözleşme değişiklikleri, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin atanması veya ortaklığın işletme konusunun değiştirilmesi gibi stratejik açıdan önemli konularda aktif bir tutum sergilemektedirler³¹².

2. Benzer Kavramlarla Karşılaştırılması

a- Aktif Pay Sahipliğiyle

Katılımcı pay sahipliği kavramı bazen aktif pay sahipliği (*active shareholder/der aktive Aktionär*) bazen de aktivist pay sahipliği³¹³ (*shareholder activism/der Aktionärsaktivismus*) kavramlarıyla aynı anlamda kullanılmaktadır³¹⁴. Ancak bizim de katıldığımız görüş, söz konusu kavramların farklı anlamlarda olduğunu kabul etmekte ve bahsedilen kavramları birbirleri yerine kullanmamaktadır³¹⁵.

³¹⁰ Bainbridge, s. 1749-1750; İnci, s. 283.

³¹¹ Pay sahipleri ortaklıkların günlük işleriyle de ilgilenirlerse, uzmanlıklarından yararlanmak ve maliyetlerden tasarruf sağlamak için pay sahipleri tarafından ortaklık yönetiminde görevlendirilen yönetim kurulunun fonksiyonu azalacaktır (*Edelman, Paul/Thomas, Randall/Thompson, Robert: Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, SCLR 2014, Vol. 87, No.6, s. 1367-1368).

³¹² Velasco, Julian: *Taking Shareholder Rights Seriously*, UCDLR 2007, Vol. 41, s. 623-625.

³¹³ Öğretide “aktivist pay sahipliği” terimi yerine “pay sahibi eylemciliği” terimi de kullanılmaktadır [Özdemir, Semih Sırrı: *Halka Açık Anonim Şirketlerde Pay Sahibi Eylemciliği (Aktivizmi)*, Ankara: Yetkin Yayıncılık, 2023, s. 16-18].

³¹⁴ Santella, Paolo/Baffi, Enrico/Drago, Carlo/Lattuca, Dino: *Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in the EU and in the US*, EBLR 2012, Vol. 23, No. 2, s. 258-259; Jensen, Michael: *Eclipse of the Public Corporation*, HBR 1997, s. 6-7; Kleinmanns, Hermann: *Shareholder Activism – bedeutender Einfluss institutioneller Investoren auch in Deutschland?*, IRZ 7-8/2016, s. 341-342; Solak, Ekrem: *Birleşik Krallık ve Avrupa Birliği Hukukları Kapsamında Pay Sahibi Aktivizmi Düzenlemeleri*, YÜHFD 2019, C. 16, S. 2, s. 130.

³¹⁵ Ringe, Stewardship, s. 88; Schneider, s. 521; Johnston, Andrew/Beling, Rachel/Segrestin, Blanche: *Governing Institutional Investor Engagement: From Activism to Stewardship to Custodianship?*, JCLS 2022, Vol. 22, No. 1, s. 45-46; Hill, Jennifer: *Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes*, SULR 2018, Vol. 41, s. 524; Hell, Patrick: *Institutionelle Investoren, Stewardship und ESG*, NZG 9/2019, s. 339; Zetsche, Dirk Andreas: *Langfristigkeit im Aktienrecht? – Der Vorschlag der Europäischen Kommission zur Reform der Aktionärsrechterichtlinie*, NZG 29/2014, s. 1123.

Pay sahipleri, genel kurula katılma, oy kullanma ve bilgi alma ve inceleme hakları gibi hukuken düzenlenmiş birtakım haklara sahip olmaktadır. Pay sahiplerinin, yönetim kontrolü amacı gütmeyen, pay sahipliği haklarını kullanarak halka açık ortaklıklarda birtakım değişiklikler meydana getirmeye çalışmaları “aktif pay sahipliği”³¹⁶; buna karşılık pay sahipliği haklarını kullanmamaları “pasif pay sahipliği” kavramlarıyla ifade edilmektedir³¹⁷.

Aktif pay sahipliği kapsamında ortaklık yönetimine katılım iki farklı biçimde gerçekleşmektedir. Pay sahibi ya katılımcı pay sahipliği yaklaşımıyla ya da aktivist pay sahipliği yaklaşımıyla ortaklık yönetimine katılım sağlamaktadır. Dolayısıyla aktif pay sahipliği, iki kavramı kapsayan bir üst kavramdır³¹⁸.

b- Aktivist Pay Sahipliğiyle

Aktivist pay sahipliği, özellikle yatırım fonlarının bir türü olan serbest fonlar tarafından izlenen bir pay sahipliği yaklaşımıdır³¹⁹. Serbest fonlar kötü yönetildiklerini düşündükleri ve payları dağınık bulunan halka açık ortaklıkları hedef alıp bu ortaklıklarda pay sahibi olmaktadır³²⁰. Sonrasında pay sahibi sıfatıyla ortaklığın yöneticilerinin

³¹⁶ Aktif pay sahipliğinde, pay sahiplerinin halka açık anonim ortaklıkların yönetim kontrolünü veya yönetim hâkimiyetini ele geçirme amacı gütmemesi kolektif yatırım kuruluşlarını holding ortaklıklarından ayırmaktadır. Zira TTK m. 519/4’te amacı başka işletmelere katılmak olarak belirtilen holding ortaklıklar uygulamada genellikle ortaklıklar topluluğu ilişkisi içerisinde hâkim ortak konumundadırlar ve bağlı ortaklıkların yönetim kontrolüne veya yönetim hâkimiyetine sahiptirler [Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar Hukuku II, s. 740 ve 758; Zetzsche, Dirk Andreas: *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2015, s. 165]. Kolektif yatırım kuruluşlarının holding amacıyla kurulmadıkları yönünde bkz. Nomer, Yatırım Ortaklıkları, s. 176.

³¹⁷ Sharfman, Bernard: *Activist Hedge Funds in a World of Board Independence: Creators or Destroyers of Long-Term Value?*, CBLR 2015, No. 3, s. 823.

³¹⁸ Heinen, s. 11-12; İnci, s. 94.

³¹⁹ Lin, s. 472; Anderson, s. 26; Rhee, s. 496; Ringe, Wolf-Georg: *Hedge Funds and Risk Decoupling: The Empty Voting Problem in the European Union*, SULR 2013, Vol. 36, No. 2, s. 1032.

³²⁰ Bebchuk, Long-Term Value, s. 1672-1673; Bratton, William/Wachter, Michael: *the Case Against Shareholder Empowerment*, UPLR 2010, Vol. 158, s. 682; Koch, Christopher: *Corporate Governance Case by Case*, Aufl. 3, Frankfurt am Main: Deutscher Fachverlag GmbH, 2022, s. 235; Solak, Ekrem: *Shareholder Activism and the Law*, New York: Routledge, 2020, s. 51 Özellikle ABD ve İngiltere merkezli serbest fonlar, 1980-2000 yılları arasında pay alım önerisiyle ortaklıkların kontrolünü ele geçirme (*hostile takeover/feindliche Übernahme*) politikası izlemekteydiler, ancak sonradan bu yaklaşımdan vazgeçerek aktivist pay sahipliği politikasını takip etmeye başladılar (Roe, Corporate Short-Termism, s. 985; Rhee, s. 552). Aktivist pay sahipliğinin tarihi gelişimi hakkında bkz. Ringe,

değiştirilmesi de dahil olmak üzere ortaklığın yönetim stratejisini değiştirmeye çalışabilmektedirler³²¹. Diğer bir ifadeyle, serbest fonlar portföylerindeki payları satarak ortaklıktan çıkmak yerine, pay sahipliğinden kaynaklanan hakları ve diğer yöntemleri kullanarak ortaklığın yönetimi üzerinde etkili olmaya çabalayabilmektedirler³²². Serbest fonlar, halka açık ortaklıkların genel kurullarında ortaklık yöneticilerinin değiştirilmesi kararının yanı sıra ortaklık paylarının geri alınmasını veya ortaklıkların o yıl ödeyecekleri kâr payı oranının önceki yıllara kıyasla önemli ölçüde yüksek olmasını sağlayacak kararlar da alılabilmektedirler³²³.

Katılımcı pay sahipliği ve aktivist pay sahipliği, pay sahipliği haklarının ve diğer araçların kullanılması konusunda birbirine benziyor olsalar da söz konusu hakların kullanım amacı ve biçimi gibi konularda birbirlerinden ayrılmaktadırlar³²⁴. Aktivist pay sahipliğinde serbest fonlar, pay sahipliğinden kaynaklanan oy hakkı, genel kurulda söz alma hakkı ve dava hakkı gibi idari hakları kullanma konusunda daha bilinçli oldukları, diğer pay sahiplerini kolaylıkla etkileyebildikleri ve diğer fonların desteklerini rahatlıkla alabildikleri³²⁵ için ortaklığın yönetim kadrosunda ve yönetim stratejisinde değişiklik yapmayı tercih etmektedirler³²⁶. Bu fonlar, pay sahibi oldukları ortaklıkların genel kurullarında arzu ettikleri kararların alınmasını sağlamak için birlikte hareket

Wolf-Georg: *Adaptive Advocacy: The Reinvention of Shareholder Activism*, ECGI 2025, Working Paper No: 835/2025, s. 3-4 ve 16-23.

³²¹ Duruigbo, Short Termism, s. 545; Mcdonnell, Brett/Osofsky, Hari/Peel, Jacqueline/Foerster, Anita: *Green Boardrooms?*, COLR 2021, Vol. 53, No. 2, s. 343; Paccès, Alessio: *Exit, Voice and Loyalty from the Perspective of Hedge Funds Activism in Corporate Governance*, ELR 2016, Vol. 9, No. 4, s. 199.

³²² Plagemann, Nikolaus/Rahlmeyer, Niklas: *Vier Corporate Governance Trends für 2015*, NZG 23/2015, s. 896.

³²³ Döding, Karl: *Shareholder Activism in der Finanzbranche aus der Perspektive des Aufsichtsrechts*, ZBB 32/2020, s. 168; Bunz, Thomas: *Vorbereitungs- und Reaktionsmöglichkeiten börsennotierter Unternehmen auf Shareholder Activism*, NZG 27/2014, s. 1050.

³²⁴ Alvaro/Maugeri/Strampelli, s. 17.

³²⁵ Klöhn, s. 203.

³²⁶ Lin, s. 472; Bebchuk, Long-Term Value, s. 1658-1659; Bratton/Wachter, s. 684; Schmolke, s. 718-719; Yatağan Özkan, s. 161.

ettiklerinden, öğretide “kurt sürüsü” (*wolf pack/Wolfsrudel*) olarak ifade edilmektedir³²⁷. Söz konusu yaklaşımda, aktivist pay sahipleri ile ortaklık yöneticilerinin çıkarları genellikle karşı karşıya gelmektedir³²⁸.

Katılımcı pay sahipliğinde ise kolektif yatırım kuruluşları ortaklığın iyi yönetilmesi ve gözetilmesi için ortaklık yönetimiyle sürekli diyalog hâlinedir ve sunduğu tavsiyelerle yöneticilere yardımcı olmaya çalışmaktadır³²⁹. Diğer bir ifadeyle, kolektif yatırım kuruluşları “âdeta bir dost gibi” yönetimle irtibat hâlinedir ve yönetim üzerinde “yumuşak” bir baskı kurmaktadır³³⁰. Ancak yöneticiler ortaklık yönetiminde birtakım usulsüzlükler yapıyorlarsa, kolektif yatırım kuruluşlarının yöneticilere karşı pay sahibi sıfatıyla dava haklarını kullanmalarında herhangi bir tereddüt bulunmamaktadır³³¹. Katılımcı pay sahipliği, kolektif yatırım kuruluşlarını halka açık ortaklıkların yönetim kurulları karşısında destekleyici, teşvik edici ve gözetici bir rol üstlenmeye teşvik etmektedir³³².

İkinci farklılık, katılımcı pay sahipliği yaklaşımının uygulanması düşünülen kolektif yatırım kuruluşlarının türlerine ilişkindir. Aktivist pay sahipliği, serbest fonlar tarafından öğretilmiş bir kavramdır³³³ ve genellikle serbest fonlar tarafından uygulanmaktadır. Katılımcı pay sahipliğinde ise kolektif yatırım kuruluşları arasında herhangi bir ayırım yapılmamaktadır. Katılımcı pay sahipliği, pasif pay sahipliği yaklaşımını izleyen kolektif yatırım kuruluşlarını harekete geçirmeye ve aktivist pay

³²⁷ Balp/Strampelli, s. 166-170; Schmolke, s. 719; Strine, Activism, s. 1896-1899.

³²⁸ Arnold, Micheal: *Beteiligung von Investmentgesellschaften und Hedgefonds an börsennotierten Gesellschaften*, ZHR 2-3/2021, s. 291-292.

³²⁹ Reisberg, s. 127 ve s. 131; Balp/Strampelli, s. 145-150; Velte, Patrick: *Stewardship-Theorie*, ZPU 20/2010, s. 287; Schockenhoff, Martin/Culmann, Johannes: *Shareholder Activism in Deutschland*, ZIP 7/2015, s. 297; Malmendier, s. 341.

³³⁰ Fleischer/Strothotte, s. 224.

³³¹ Curtis, Quinn/Fisch, Jill/Robertson, Adriana: *Do ESG Mutual Funds Deliver on Their Promises?*, MILR 2021, Vol. 120, No. 3, s. 405.

³³² Böckli, Aktienrecht, s. 1828, Rn. 50; Arnold, Beteiligung von Investmentgesellschaften, s. 291-292.

³³³ Sharfman, s. 824.

sahipliği yaklaşımını takip eden kolektif yatırım kuruluşlarının davranışlarını değiştirmeye çalışmaktadır³³⁴. Bu yüzden katılımcı pay sahipliği başta yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları olmak üzere halka açık ortaklıklara yatırım yapan bütün kolektif yatırım kuruluşlarını kapsamaktadır³³⁵.

Halka açık ortaklıklar pay dışında birçok sermaye piyasası aracı ihraç ederek fon toplayabildikleri için belirtmek gerekir ki katılımcı pay sahipliği yalnızca halka açık ortaklıkların paylarına yatırım yapan kolektif yatırım kuruluşlarını kapsamaktadır³³⁶. Katılımcı pay sahipliğinin uygulanması için kurumsal yatırımcıların portföylerinde yer alan payların miktarı ve oranı önem arz etmemektedir³³⁷. Bu yüzden katılımcı pay sahipliği, kolektif yatırım kuruluşları içerisinde başta ağırlıklı olarak halka açık ortaklıkların paylarına yatırım yapmak üzere kurulan yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları ile halka açık ortaklıkların paylarına yatırım yapan emeklilik yatırım fonlarını, gayrimenkul yatırım fonlarını/ortaklıklarını, girişim sermayesi yatırım fonlarını/ortaklıklarını³³⁸ kapsamaktadır. Hatta pay piyasası endekslerinde önceden belirlenmiş bir endeksi takip ettikleri için pasif pay sahipliği stratejisi izleyen borsa yatırım fonlarının³³⁹ da katılımcı pay sahipliği kapsamında, pay sahibi oldukları halka açık ortaklıkların yönetimine katılabilecekleri ifade edilmektedir³⁴⁰. Borsa yatırım

³³⁴ Klöhn, s. 189.

³³⁵ Serbest fonların da katılımcı pay sahipliği yaklaşımını benimsemeye başladığı yönünde bkz. Fisch, Jill/Sepe, Simone: *Shareholder Collaboration*, ECGI 2020, Working Paper No: 415/2018, s. 881.

³³⁶ Arnold, Münchener Kommentar, § 134a Rn. 27; Ruppel, Conrad: *ARUG II: Aktienrechtliche Transparenzpflichten für kollektive Vermögensverwalter im Lichte des Investmentrechts*. ZGR 2/2022, s. 232.

³³⁷ Ruppel, s. 232.

³³⁸ Katılımcı pay sahipliği, payları önceden belirlenmiş kurallar çerçevesinde alım-satım işlemi yapılan piyasalarda işlem gören halka açık ortaklıkların pay sahiplerine yöneliktir (Arnold, Münchener Kommentar, § 134a Rn. 27). Bu yüzden, girişim sermayesi yatırım fonlarının ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının girişim sermayesi yatırımı kapsamında halka açık olmayan anonim ortaklıklara veya limited ortaklıklara yatırım yaptıkları hâller katılımcı pay sahipliği kapsamında yer almamaktadır.

³³⁹ Bkz. Birinci Bölüm, I, B, 2, b.

³⁴⁰ Fisch, Jill/Hamdani, Assaf/Solomon, Steven: *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, ECGI 2019, Working Paper No: 414/2018, s. 8-20; Fichtner, Jan/Heemskerk, Eelke/Garcia-Bernardo, Javier: *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, BAP 2017, Vol. 19, No. 2, s. 307.

fonları, izledikleri endekse dahil olan halka açık ortaklıklara yatırım yapmak zorunda olduklarından, diğer kolektif yatırım kuruluşları gibi yönetiminden memnun olmadıkları ortaklıklardan kolayca ayrılamamaktadır³⁴¹ ve halka açık anonim ortaklıklarda sahip olabilecekleri pay miktarına ilişkin sınırlar daha genişletilmiş olduğundan diğer kolektif yatırım kuruluşlarına kıyasla halka açık bir anonim ortaklıkta daha fazla paya sahip olabilmektedir³⁴². Bu yüzden pay piyasalarına yatırım yapan borsa yatırım fonlarının, halka açık ortaklıklarda uzun vadeci yatırımcı oldukları ve yatırım yaptıkları halka açık ortaklıklarda pasif bir şekilde beklemektense, ortaklıkların daha iyi yönetilmesi için çaba gösterebilecekleri belirtilmektedir³⁴³.

Üçüncüsü, kolektif yatırım kuruluşlarının izledikleri yatırım stratejisiyle ilgilidir. Aktivist pay sahipliğinde kısa vadeci pay sahipliği stratejisi izlenmektedir. Serbest fonların halka açık ortaklıklarda pay sahibi olduklarını açıklamaları piyasalarda spekülasyon bir etki yaratmakta³⁴⁴ ve söz konusu ortaklıkların paylarının değeri artmaktadır³⁴⁵. Zira piyasa katılımcıları serbest fonların ortaklıkların yönetimine

Öğretide, borsa yatırım fonlarının pasif portföy yönetim stratejisi izlemeye devam etmesi gerektiğini savunanlar için bkz. *Lund, Dorothy: The Case Against Passive Shareholder Voting*, JCL 2018, Vol. 43, s. 495-496; *Bebchuk, Lucian/Hirts, Scott: Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy*, CLR 2019, Vol. 119, No. 8, s. 2035-2036.

³⁴¹ *Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo*, s. 307; *Fisch/Hamdani/Solomon*, s. 16; *Bebchuk/Hirts*, s. 2034.

³⁴² Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği m. 17/10-a hükmüne göre fon toplam değerinin en az %80'ini devamlı olarak sadece takip edilen endeks kapsamındaki varlıklara yatıran borsa yatırım fonlarının, takip ettiği ihraççı paylarından oluşan endeksin ve bu endeksi takip eden fon portföyünün en az altı ihraççı payından oluşması ve endekste/fon portföyünde yer alan ihraççı paylarından her birinin endeks/fon toplam değeri içindeki ağırlığının %30'u geçmemesi gerekmektedir.

³⁴³ *Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo*, s. 309; *Balp/Strampelli*, s. 153-154; *Ringe*, Stewardship, s. 94. Nitekim ABD'nin en büyük borsa yatırım fonları arasında yer alan *Vanguard* ve *Blackrock* yatırım fonlarının yöneticileri, yönettikleri borsa yatırım fonlarının katılımcı pay sahipliği anlayışıyla hareket etmeye başladıklarını açıklamışlardır (*Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo*, s. 300; *Strampelli, Giovanni: Can BlackRock Save the Planet? The Institutional Investors' Role in Stakeholder Capitalism*, HBLR 2021, Vol. 11, s. 5 ve s. 9). Bu kapsamda portföylerindeki ortaklıkların genel kurullarına katılım sağlamak için oluşturdukları takımların (*Stewardship-Teams*) sayısını iki kat artırmışlardır (*Klöhn*, s. 189). Buna karşılık, Almanya'daki borsa yatırım fonlarının henüz ABD'dekiler kadar katılım göstermediği ifade edilmektedir (*Klöhn*, s. 185).

³⁴⁴ *Plagemann/Rahlmeyer*, s. 896.

³⁴⁵ *Rhee*, s. 501-502; *Bebchuk*, Long-Term Value, s. 1673; *Schockenhoff/Culmann*, s. 298. ABD'de ve Almanya'da yapılan araştırmalarda, serbest fonların halka açık ortaklıklarda belirli bir oranın üstünde pay sahibi olduklarını kamuya açıklamalarını takiben, söz konusu halka açık ortaklıkların pay

müdahale edeceklerini ve ortaklık yönetiminde bir iyileşme meydana geleceğini kabul etmektedir. Serbest fonlar, halka açık ortaklıkların paylarının değeri yükseldikten sonra paylarını satarak ortaklıktan ayrılmaktadırlar³⁴⁶. Aktivist pay sahipleri halka açık ortaklıkların kısa vadede iyi yönetilmesine -veya piyasalarda böyle bir algı oluşturulmasına- ve buna bağlı olarak pay değerlerinde meydana gelecek yükselişlere önem verirken, ortaklıkların uzun vadedeki başarılarına ve hedeflerine ilgi duymamaktadır³⁴⁷. Katılımcı pay sahipliğinde ise uzun vadeci pay sahipliği stratejisi takip edilmektedir. Katılımcı pay sahipleri, halka açık ortaklıkların uzun vadede iyi yönetilmesi için ortaklıkların yönetimine katılmaktadır. Bu yüzden katılımcı pay sahipliği aktivist pay sahipliğine kıyasla daha uzun süreli pay sahibi olmayı gerektirmektedir.

3. Katılımcı Pay Sahipliğinde Kolektif Yatırım Kuruluşlarına Odaklanılmasının Nedenleri

a- Pay Sahipleri Demokrasisini İşlevsizleştirmeleri

i- Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Ortaklıklardaki Toplam Pay Sahipliği Oranının Önemli Miktarda Artması

Küçük yatırımcılar 1990'lı yıllara kadar çoğunlukla yatırım kararlarını kendileri almakta ve halka açık ortaklıklara doğrudan ortak olmaktadır. Ancak bu süreçte

değerlerinin kısa bir süre içerisinde ortalama %5 oranında yükseldiği gözlemlenmiştir (Koch, C., s. 242-243).

³⁴⁶ Strine, Activism, s. 1891; Faure, Anna: *Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht*, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2019, s. 71. ABD'de yapılan bir araştırmada, aktivist serbest fonların portföylerini yılda ortalama üç kez tamamen değiştirdikleri tespit edilmiştir (Strine, Long Term, s. 10. Karş. İkinci Bölüm, II, C, 2).

³⁴⁷ Lin, s. 472; Döding, s. 170; Cremers/Masconale/Sepe, s. 748; Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu, s. 46; Jung, Stefanie/Stiegler, Sascha: *Gesellschaftsrecht in Europa* (Hrsg. Jung, Stefanie/Krebs, Peter/Stiegler, Sascha), Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2019, § 18 Rn. 78; Engert, Andreas: *Hedgefonds als aktivistische Aktionäre Die Einflussnahme auf Publikumsgesellschaften als Anlagestrategie von Hedgefonds und ihre Eingrenzung durch Insiderrecht, Anteilstransparenz und übernahmerechtliches Pflichtangebot*, ZIP 46/2006, s. 2106. Serbest fonların bu yaklaşımının sermaye piyasaları için sistemsel bir tehlike yaratmadığı ve bu yüzden serbest fonların ortaklıkların kısa vadeci yönetilmesine neden olmadıkları yönünde bkz. Rhee, s. 556; Bebchuk, Lucian/Brav, Alon/Jiang, Wei: *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, CLR 2015, Vol. 115, No. 5, s. 1154-1155. Serbest fonların söz konusu yaklaşımının ortaklıkların performansını artırdığı yönünde bkz. Sharfman, s. 819.

gelişmiş ülkelerde mevduat faiz oranlarının düşürülmesi ve bankalardaki mevduat hesaplarından alınan vergi oranlarının artırılması gibi nedenler³⁴⁸ küçük yatırımcıları sermaye piyasalarına yatırım yapmaya yöneltmiş ve onlar da tasarruflarını yatırım konusunda daha bilgili ve tecrübeli olan kolektif yatırım kuruluşlarına aktarmaya başlamıştır. Dolayısıyla, kolektif yatırım kuruluşlarının sayısı ve işlettikleri portföy tutarı artmıştır³⁴⁹.

Ekonomik güçleri gün geçtikçe artan³⁵⁰ kolektif yatırım kuruluşları, çok sayıda halka açık ortaklıkta daha yüksek oranda pay sahibi olmaya başlamıştır. Örneğin, İngiltere’de kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık ortaklıklardaki pay sahipliği oranı İkinci Dünya Savaşı sonrasında %5’lerdeyken, 1980ler’de %35’e, 1990 yılında %63’e, 2010 ve 2017 yıllarında ise %80-82’e kadar yükselmiştir³⁵¹. Keza ABD’deki kolektif yatırım kuruluşlarının 1980 yılında toplamda yüz otuz dört milyar Dolarlık bir portföy yönettikleri ve halka açık ortaklıkların paylarının yaklaşık %35’ini edindikleri; buna karşılık 2005 yılında yönetilen portföy miktarının toplamda on trilyon Dolar’a ulaştığı ve halka açık ortaklıkların paylarının %72’sine sahip oldukları tespit edilmiştir³⁵². Benzer bir şekilde, Almanya’daki halka açık ortaklıkların paylarının 2014 yılında yaklaşık

³⁴⁸ Katelouzou, Dionysia/Micheler, Eva: *Investor Capitalism, Sustainable Investment and the Role of Tax Relief*, EBOR 2022, Vol. 23, s. 218; Davis, Gerald: *a New Finance Capitalism? Mutual Funds and Ownership Re-Concentration in the United States*, EMR 2008, Vol. 5, s. 15.

³⁴⁹ Nitekim ABD’de yapılan bir araştırmada yatırım fonlarının 1991-1994 yılları arasında yatırımcılardan topladıkları tasarruf miktarının 1939-1990 yılları arasında topladıklarına kıyasla daha fazla olduğu tespit edilmiştir (Davis, s. 15; Alvaro/Maugeri/Strampelli, s. 12).

³⁵⁰ Rieckers, Oliver: *Grosskommentar Zum Aktienrecht* (Hrsg. Stolz, Eberhard/Veil, Rüdiger), München: Verlag C. H. Beck, 01.10.2024, § 134a Rn. 18.

³⁵¹ Lipton/Rosenblum, s. 205; Kokkinis, Andreas: *Shareholder Short-Termism in the UK: the Kay Review and the Potential Role of Corporate Law*, COC 2014, Vol. 11, No. 3, s. 169; Splinter, § 134a Rn. 2; Fukami, Kenta/Blume, Daniel/Magnusson, Carl: *Institutional Investors and Stewardship*, OECD/CG 2022, Working Paper No: 25, s. 6.

³⁵² Davis, s. 15-16; Bolton/Samama, s. 38.

%59'unun³⁵³, 2018 yılında ise %63'ünün kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinde bulunduğu saptanmıştır³⁵⁴.

Türkiye'de ise pay senedine yatırım yapan yerli yatırım fonu sayısı 2011 yılında 277 ve yerli yatırım ortaklığı sayısı 42'yken³⁵⁵; bu sayılar 2023 yılında yatırım fonları bakımından 934, yatırım ortaklıkları bakımından ise 36 olmuştur³⁵⁶. Bu verilerden hareketle, Türkiye'de pay senetlerine yapılan kolektif yatırımın yatırım ortaklıklarından ziyade yatırım fonları üzerinden artarak devam ettiği ifade edilebilir. Keza yatırım fonlarına yatırım yapan yerli bireysel yatırımcı sayısı 2011 yılında 2,8 milyonken³⁵⁷ 2024 yılında 5,3 milyona yükselmiştir³⁵⁸. Yatırımcı sayısının artmasına paralel olarak yatırım fonlarının portföylerinde yer alan pay senedi değeri 2011 yılında 2 milyar 782 milyon TL'den³⁵⁹ 2023 yılında 381 milyar 444 milyon TL'ye çıkmıştır³⁶⁰.

Dünya genelindeki bu durum karşısında kolektif yatırım kuruluşlarının piyasalardaki “ağırlıklarının” artmasından dolayı, 2007-2009 yılları arasında yaşanan küresel ekonomik krizden sonra bankaların sermaye piyasalarındaki “konumlarını” kolektif yatırım kuruluşlarına bıraktıkları ifade edilmektedir³⁶¹. Kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık ortaklıkların paylarındaki yoğunluklarının artması³⁶² (*concentration of share ownership/die Konzentration der Anteilsinhaberschaft*), öğretide

³⁵³ Heinen, s. 12-13.

³⁵⁴ Krebs, § 134a Rn. 1; Rieckers, § 134a Rn. 18.

³⁵⁵ Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: 2015 yılı Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, s. 36.

³⁵⁶ Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: 2023 yılı Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, s. 56.

³⁵⁷ Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: 2015 yılı Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, s. 46.

³⁵⁸ Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: Türkiye Sermaye Piyasaları Genel Görünümü, 2024, s. 71.

³⁵⁹ Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: 2015 yılı Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, s. 36.

³⁶⁰ Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: 2023 yılı Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, s. 57.

³⁶¹ Klöhn, s. 186; Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo, s. 321; Ringe, Wolf-Georg: *Changing Law and Ownership Patterns in Germany: Corporate Governance and the Erosion of Deutschland AG*, AJCL 2015, Vol. 63, No. 2, s. 522-524; Zetsche, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, s. 3-4.

³⁶² Örneğin, BlackRock, Vanguard ve State Street yatırım fonlarının ABD S&P500 borsasında yer alan ortaklıklarda sahip oldukları oy oranları toplamda %20'nin üzerindedir (Klöhn, s. 183).

“varlık yönetim çağı”³⁶³, “yeni finans kapitalizmi”³⁶⁴ ve “piyasaların kurumsallaşması”³⁶⁵ ifadeleriyle adlandırılmaktadır.

ii- Pay Sahipliği Oranının Artmasının Pay Sahipleri Demokrasisi Üzerindeki Etkisi

Daha önce ifade ettiğimiz gibi, anonim ortaklıklarda pay sahiplerinin genel kurul toplantılarına katılmamaları nedeniyle kullanılamayan, ancak genel kurul kararlarında ve ortaklığın geleceğinde etkili olabilecek miktardaki oylardan doğan boşluk güç boşluğu oluşturmaktadır³⁶⁶. Ortaklık genel kurullarında güç boşluğunun varlığı anonim ortaklığın yapısına ve organlar arasındaki güç ve görev dağılımına ilişkin sistemi işlemez hâle getirebilmekte, ortaklıkta yabancılaşmaya (mülkiyetin ve kontrolün ayrılmasına) ve ortaklığın çıkarına karar alınamamasına neden olabilmektedir³⁶⁷. Güç boşluğunun yarattığı sorunların çözülmesi, diğer bir ifadeyle pay sahiplerine ortaklık yönetimine katılmada etkinlik kazandırılması için pay sahipleri demokrasisi (*shareholder democracy/Aktionärsdemokratie*) yaklaşımı benimsenmektedir³⁶⁸.

Nitekim gerekçesinde, TTK’nın anonim ortaklıklara ilişkin hükümlerinin pay sahipleri demokrasisi yaklaşımından izler taşıdığı açıkça ifade edilmiştir³⁶⁹. Ayrıca güç boşluğunun büyüklüğünün halka arz edilen pay oranıyla doğru orantılı olduğu, bu durumun gelecekte Türkiye’deki anonim ortaklıklarda güç boşluğunun önemli bir sorun olacağına işaret ettiği, halka açık anonim ortaklıklarda “halk” pay sahibinin genel kurula en düşük düzeyde katıldığı, genel kurulun bazen on-on iki pay sahibiyle toplandığı ve

³⁶³ Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo, s. 321.

³⁶⁴ Davis, s. 11.

³⁶⁵ Coffee, John: *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*, CBLR 2021, Vol. 2021, No. 2, s. 605-606.

³⁶⁶ Bkz. İkinci Bölüm, II, C, 1.

³⁶⁷ Tekinalp, Yönetime Katılma Sorunları, s. 8-9.

³⁶⁸ Diğer yaklaşımlar hakkında bkz. Tekinalp, Yönetime Katılma Sorunları, s. 10.

³⁶⁹ Bkz. TTK genel gerekçesi, s. 47.

ortaklık genel kurullarında meydana gelebilecek güç boşluğunun engellenmesi için çevrimiçi (*online*) oy kullanımı, pay sahibinin temsili, oy hakkında imtiyazın sınırlandırılması, eşit işlem ilkesi gibi konularda TTK'da birtakım yeniliklerin getirildiği belirtilmiştir³⁷⁰.

Pay sahipleri demokrasisi özellikle küçük pay sahiplerini ortaklık yönetimine çeşitli şekillerde katmaya teşvik etmeyi amaçlamaktadır. Bu kapsamda genel kurul kararlarına karşı iptal davası açma hakkı (TTK m. 446/1-a) gibi bireysel haklar, özel denetçinin atanması (TTK m. 439/1) gibi azınlık hakları, yönetim kurulunda belirli grupların temsil edilmesi (TTK m. 360/1), birikimli oy sistemi (TTK m. 434/4), pay sahiplerine çağrıda bulunarak vekalet toplanmasına ve vekaleten oy kullanılmasına imkân verilmesi örnek olarak sayılmaktadır³⁷¹.

Son otuz yılda, küçük pay sahiplerinin yatırım yaparken kolektif yatırım kuruluşlarına yatırım yapmayı tercih ettiği ve pay sahibi konumundaki kolektif yatırım kuruluşlarının yukarıda izah edilen hak ve imkânlardan yararlanmadığı düşünüldüğünde, pay sahipleri demokrasisinin işlevsizleştiğini söylemek yanlış olmayacaktır. Nitekim halka açık anonim ortaklıklarda bireysel (küçük) yatırımcıların oranının azalması karşısında kolektif yatırım kuruluşlarının oranının arttığı ve bu durumun ortaklıklardaki pay sahipliği yapısını kişisizleştirerek (kişilerden arındırarak) pay sahipleri demokrasisiyle çelişkili bir durum yarattığı³⁷², dolayısıyla pay sahipleri demokrasisi

³⁷⁰ Bkz. TTK genel gerekçesi, s. 47-48.

³⁷¹ Tekinalp, Yönetime Katılma Sorunları, s. 37-64; Çeker, Mustafa: *Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Yönetime Katılması*, ÇÜSBED 2004, C. 13, S. 1, s. 38.

³⁷² Böckli, Peter: "Aktionärsdemokratie": ein Schlagwort mit Schlagseite Nüchterne Vorschläge für eine verbesserte Aktionärsmitwirkung, GesKR 2/2013, s. 182. Ayrıca eklemek gerekir ki Böckli pay sahipleri demokrasisi kavramını birkaç yönüyle eleştirmekte ve bu kavram yerine pay sahiplerinin katılımı (*Aktionärsmitwirkung*) kavramının kullanılmasını önermektedir (Böckli, Aktionärsdemokratie, s. 182).

yaklaşımının kolektif yatırım kuruluşları bakımından tartışılması gerektiği öğretide ifade edilmektedir³⁷³.

Gerçekten de pay sahipliği oranı artan kolektif yatırım kuruluşları halka açık ortaklıkların yönetilmesinde etkili olmaktadır³⁷⁴. Hatta kolektif yatırım kuruluşlarından ziyade söz konusu kuruluşların yöneticilerinin, kolektif yatırım kuruluşları üzerinden halka açık ortaklıkların genel kurullarında etkili oldukları ve dolayısıyla az sayıda gerçek kişinin sermaye piyasalarının kaderini belirlediği ifade edilmektedir³⁷⁵. Bu yüzden halka açık ortaklıklardaki pay sahipliği oranı toplamda %70-80'lere yaklaşan ve %90'ı kısa vadeci davranan³⁷⁶ kolektif yatırım kuruluşlarının katılımcı pay sahipliği kapsamında hareket etmeleri, halka açık ortaklıklardaki pay sahiplerinin önemli bir kısmının uzun vadeci anlayışla yatırım yapmasını sağlayarak ortaklıkların iyi yönetilmesine katkıda bulunacaktır. Nitekim bu düşüncenin arkasında yalnızca kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklık yönetimi üzerindeki belirleyici etkisi değil, aynı zamanda kolektif yatırım kuruluşlarının küçük yatırımcıları harekete geçirme potansiyelinin de farkında olunması yatmaktadır³⁷⁷. Böylelikle TTK'daki hükümler üzerinde etkisi olduğu kabul edilen pay sahipleri demokrasisinin işlevselliği güçlendirilecektir.

b- Pay Sahipliğinde Kısa Vadecilikten Kaynaklanan Sorunlarda Önemli Bir Role Sahip Olmaları

Yukarıda belirtildiği üzere halka açık anonim ortaklıkların yöneticileri, kısa vadeci pay sahiplerinin baskısı nedeniyle, ortaklıkların yönetimine ilişkin aldıkları kararlarla

³⁷³ Forstmoser, Peter: *Stärkung der Aktionärsdemokratie – aber Wie? Es sollte auch über neue Formen von Mitwirkungsrechten nachgedacht werden*, NZZ 173/2010, s. 26.

³⁷⁴ Arnold, Münchener Kommentar, § 134a Rn. 1.

³⁷⁵ Coates, s. 14; Krebs, § 134a Rn. 1.

³⁷⁶ Bkz. İkinci Bölüm, II, C, 2.

³⁷⁷ Konstanze Rentsch, Bettina: *Board Diversity als Zukunftsaufgabe der Corporate Governance*, ZGR 1/2022, s. 139.

piyasa katılımcılarının beklentilerini karşılamaya çalışmaktadırlar³⁷⁸. Yöneticiler bu şekilde davrandıkça, içerisinde kolektif yatırım kuruluşlarının da bulunduğu pay sahipleri ortaklığı denetlememe ve mevcut yönetim kadrosuna arka çıkma eğilimi göstermektedir³⁷⁹. Başka bir ifadeyle ortaklık yöneticileri, kısa vadeci pay sahiplerinin çıkarlarına hizmet etmeye yönelik kararlar aldıkça, halka açık ortaklıklarda yüksek oranlarda pay sahibi olan ve çoğunluğu kısa vadeci anlayış içerisinde bulunan kolektif yatırım kuruluşları ortaklıkların yönetimini gözetmemekte ve kendi çıkarlarına uygun kararlar alan yöneticileri desteklemektedirler³⁸⁰. Kolektif yatırım kuruluşları halka açık anonim ortaklıkların paylarının önemli bir kısmına sahip olmalarına rağmen, pay sahipliğinden kaynaklanan idari haklarını ortaklığın uzun süreli iyi yönetilmesi için kullanmamaktadırlar³⁸¹.

Kolektif yatırım kuruluşları, pay sahibi olarak kısa vadeci yöneticileri destekledikçe, ortaklıkların geleceğini, diğer pay sahiplerinin çıkarlarını, ülke ekonomisini ve çevreyi tehlikeye atan yöneticiler ortaklık yönetimindeki görevlerine devam etmektedir³⁸². Ortaklık yöneticilerinin ve kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklığın yönetimine ilişkin kısa vadeci tutum ve davranışları birbirlerinin çıkarlarını korumaktadır. Bu yüzden halka açık ortaklıkların nasıl yönetilmesi gerektiğiyle ilgili olarak yıllardır tartışılan sorunlar, kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklıklarda büyük oranlarda pay

³⁷⁸ Bkz. İkinci Bölüm, II, D.

³⁷⁹ *Strand*, s. 23; *Davis*, s. 18; *Lund*, s. 495; *Yatağan Özkan*, s. 163-164.

³⁸⁰ Almanya’da yapılan bir araştırmaya göre, halka açık ortaklıkların 2005-2018 yılları arasında gerçekleştirdikleri genel kurullarda görüşülen pay geri alımı, ortaklık kârının kullanımı ve yöneticilerin ibrası gibi konularda pay sahiplerinin onay oranı düzenli ve istikrarlı bir şekilde %90’ın üzerindedir [*Zubrod, Andreas: Engagement and active ownership aus rechtlicher Sicht*, Nachhaltige Finanzen Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken (Hrsg. Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage), Wiesbaden: Springer Gabler, 2020, s. 16].

³⁸¹ Nitekim 2009 yılında İngiltere Hazine Bakanı *Lord Myners*, bu tutumları yüzünden kolektif yatırım kuruluşlarını “gaip mülk sahipleri” (*absentee landlords*); ortaklıkları ise, “sahipsiz ortaklıklar” (*ownerless corporation*) olarak adlandırmıştır (*Fleischer, Zukunftsfragen der Corporate Governance*, s. 163; *Monciardini, David: Regulating Accounting for Sustainable Companies: Some Considerations on the Forthcoming EU Directive*, UOFL 2014, Research Paper No. 2014-26, s. 124, dn. 21).

³⁸² *Klöhn*, s. 189-190; *Yatağan Özkan*, s. 163-164; *Fisch, Jill: Securities Intermediaries and the Separation of Ownership from Control*, SULR 2010, Vol. 33, No. 4, s. 879.

sahibi olmaya başlaması ve kısa vadeci davranması nedeniyle bir üst seviyeye çıkmıştır³⁸³.

Kolektif yatırım kuruluşları, pay sahibi oldukları halka açık ortaklıkların kısa vadeci yönetilmelerinde ve dolayısıyla kısa vadecilikten kaynaklanan sorunlarda önemli bir role sahip olmalarına rağmen, söz konusu sorunların yarattığı sonuçlardan sorumlu değildirler³⁸⁴. Başka bir ifadeyle, halka açık ortaklıkların yöneticileri, kısa vadeci yönetimden kaynaklanan sorunların hukuki sorumluluğuyla karşı karşıyayken³⁸⁵; ortaklık yöneticilerini kısa vadeciliğe teşvik eden pay sahibi konumundaki kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi sıfatıyla herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu durum karşısında kendilerine ait olmayan mal varlığını kullanarak halka açık ortaklıklarda pay sahibi olan ve ekonomik menfaat elde eden kolektif yatırım kuruluşlarının, başkalarının mal varlıklarını yönetirken daha sorumlu ve özenli davranmaları gerektiği belirtilmektedir³⁸⁶.

c- Profesyonelce Yönetilmeleri

Ortaklık genel kuruluna katılma, genel kurullarda konuşma ve öneride bulunma, oy kullanma, bilgi alma ve inceleme, dava açma veya özel denetçi atanmasını talep etme, finansal tabloların müzakeresini erteleme, yöneticilerin ibrasına engel olma gibi hakların ortaklıkların iyi yönetilmesi amacıyla kullanılması kapsamlı bir analiz ve uygulama bilgisi gerektirmektedir³⁸⁷. Örneğin, pay sahiplerinin finansal tabloların müzakeresini

³⁸³ Binder/Gutzwiller, s. 86; Fisch, 878-881; Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo, s. 301 ve 322; McDonnell/Osofsky/Peel/Foerster, s. 372.

³⁸⁴ Fisch, s. 881; Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo, s. 317; Masouros, Pavlos: *Is the EU Taking Shareholder Rights Seriously?: An Essay on the Impotence of Shareholdership in Corporate Europe*, ECL 2010, Vol. 7, s. 198-199.

³⁸⁵ Bkz. İkinci Bölüm, II, E, 5.

³⁸⁶ Konstantinos, Sergakis: *The UK Stewardship Code: Bridging the Gap between Companies and Institutional Investors*, RJT 2013, Vol. 47, No. 1, s. 117; Böckli, Aktienrecht, s.1828, Rn. 50. Keza Avrupa Komisyonu üyesi Michel Barnier 2010 yılında yaptığı bir konuşmada “yillardır pay sahiplerinin haklarını konuştuk, artık pay sahiplerinin yükümlülüklerini konuşma vakti geldi” demiştir (Ringe, Stewardship, s. 90).

³⁸⁷ Zubrod, s. 28.

erteleme hakkını etkin bir şekilde kullanabilmesi için öncelikle finansal tabloları okuyabilme ve anlamlandırabilme tecrübe ve bilgisine sahip olmaları gerekmektedir. Ancak yatırımcıların büyük bir kısmı bu konu hakkında bilgi sahibi değildir.

Buna karşılık, kolektif yatırım kuruluşları halka açık ortaklıkları, piyasaları, sektörleri ve bunların yanında ekonomik, politik ve teknolojik gelişmeleri yakından uzman kişiler aracılığıyla takip etmektedirler (profesyonel yönetim ilkesi³⁸⁸). Bu yüzden kolektif yatırım kuruluşlarının, sahip oldukları profesyonel düzeydeki beceri ve imkânları halka açık anonim ortaklıklardan ayrılarak değil de halka açık ortaklıkların yönetimine katılarak kullanmalarının daha yararlı olacağı ifade edilmektedir³⁸⁹.

4. Katılımcı Pay Sahipliğinin Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Kurumsal Yönetim Teorisi Arasındaki İlişki Üzerindeki Etkisi

a- Genel Olarak

Kolektif yatırım kuruluşlarının, kurumsal yönetim teorisi içerisindeki konumunun anlaşılabilmesi için öncelikle mülkiyetin ve kontrolün ayrışması (*seperation of ownership and control/die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt*) kavramının kısaca açıklanması yararlı olacaktır. Bu kavram ilk kez *Berle ve Means* tarafından 1932 yılında ortaya konulmuştur³⁹⁰. Halka açık ortaklıkların sahip oldukları ekonomik ve teknik imkânların doğru ve etkili bir şekilde kullanılabilmesi için ortaklık faaliyetlerinin profesyonelce yönetilmesi gerektiğinden, pay sahipleri alanında uzman ve tecrübeli kişileri ortaklığı yönetmesi için yetkilendirmektedir³⁹¹. Bu bakımdan, mülkiyetin ve kontrolün ayrışması aslında “olması gereken” bir durumu ifade etmektedir.³⁹² Nitekim bu

³⁸⁸ Bkz. Birinci Bölüm, I, C, 2

³⁸⁹ *Forstmoser*, Exit oder Voice, s. 805; *Heinen*, s. 20.

³⁹⁰ *Berle, Adolf/Means, Gardiner: The Modern Corporation and Private Property*, B. 7, New York: The Macmillan Company, 1950, s. 7-9.

³⁹¹ *Heinen*, s. 17-18.

³⁹² *Paslı*, Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, s. 32.

husus ortaklıklar hukukunda yönetim kurulunun kendisine yabancı bir mal varlığını yönetmesi ilkesi olarak ifade edilmektedir³⁹³.

Halka açık ortaklıkların yöneticileri kendilerine ait olmayan bir mal varlığı üzerinde tasarrufta bulunarak ortaklığın geleceğini tayin etmektedirler. Bu durum, ortaklığın yönetimine ilişkin görev ve yetkinin kötüye kullanılmasını, ortaklığın yönetiminde ihmalleri ve hataları da beraberinde getirmektedir³⁹⁴. Nitekim ünlü iktisatçı *Adam Smith* 1776 yılında yayımladığı “Ulusların Zenginliğinin Doğası ve Nedenleri Üzerine Bir İnceleme” adlı eserde, kendilerine ait olmayan bir mal varlığını yöneten anonim ortaklık yöneticilerinin ortaklığı yönetirken, şahıs ortaklıklarının yöneticileri kadar dikkatli ve özenli davranamayacaklarını ifade etmiştir³⁹⁵. Gerçekten de mülkiyetin ve kontrolün ayrışması sonucunda, özellikle dağınık pay sahipliği yapısına sahip halka açık anonim ortaklıklarda, ortaklığın sermayesini elinde bulunduran pay sahiplerinin çıkarları ile ortaklığın kontrolünü elinde bulunduran yöneticilerin çıkarları karşı karşıya gelmektedir³⁹⁶. Pay sahiplerinin bir araya getirdikleri sermayelerle oluşturdukları anonim ortaklıkların “iktisadi kaderini” belirleme yetkisini yöneticilere devretmeleri pay sahipleri (*müvekkil/principal/Prinzipal*) ile yöneticiler (*vekil/agent/Agent*) arasındaki çıkar çatışmalarının (*temsil problemi*³⁹⁷/*principal-agent conflict/Prinzipal-Agent-Konflikt*) temelini oluşturmaktadır. Yöneticilerin bilerek veya bilmeyerek kendi çıkarlarını tercih etmeleri, ortaklıkların çıkarları ile ortaklık alacaklıları ve çalışanları gibi ortaklıklarla ilgili diğer çıkar gruplarının menfaatlerini olumsuz etkilemektedir³⁹⁸.

³⁹³ *Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)*, Ortaklıklar Hukuku I, s. 317.

³⁹⁴ *Heinen*, s. 18; *Paslı*, Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, s. 33.

³⁹⁵ *Smith, Adam: An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (Ed. Soares, Sálvio Marcelo), Metalibri Digital Library, 2007, s. 574-575. Ayrıca bkz. *Paslı*, Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, s. 17, dn. 29.

³⁹⁶ *Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 151.

³⁹⁷ *Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat)*, C. 1, s. 267.

³⁹⁸ *Paslı*, Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, s. 33-34.

Mülkiyetin ve kontrolün ayrışmasından kaynaklanan söz konusu çıkar çatışmalarının çözümü için kurumsal yönetim (*corporate governance*) kavramı geliştirilmiştir³⁹⁹. Tanımı konusunda öğretide görüş birliği bulunmasa⁴⁰⁰ da kurumsal yönetimi, anonim ortaklıkların yönetimine ve gözetimine odaklanmış bir sistem⁴⁰¹ veya hukuki bir çerçeve⁴⁰² biçiminde açıklamak bu çalışma için yeterli olacaktır. Kurumsal yönetim, anonim ortaklıkların yönetiminde şeffaflık ve hesap verilebilirlik sağlayarak ortaklık yöneticileri, pay sahipleri ve diğer çıkar grupları arasında bir denge kurmayı hedeflemektedir⁴⁰³. Böylelikle anonim ortaklıkların iyi ve adil bir biçimde yönetilmesi amaçlanmaktadır⁴⁰⁴.

Kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık ortaklıklarda yüksek oranda pay sahibi olmaya başlamasıyla birlikte ortaklıklardaki pay sahipliği yapısı büyük bir ölçüde değişmiştir⁴⁰⁵. Yukarıda izah ettiğimiz üzere⁴⁰⁶ 1990'lı yıllara kadar halka açık ortaklıklardaki pay sahipliği yapısı dağınık bir biçimdeyken, 1990'lı yıllardan sonra özellikle ABD'de ve İngiltere'de çok fazla sayıda kolektif yatırım kuruluşunun halka açık ortaklıklarda önemli oranlarda pay sahibi olmasıyla söz konusu pay sahipliği yapısı kolektif yatırım kuruluşları üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu değişim, kurumsal yönetim teorisini anonim ortaklıkların yönetimi bakımından sorun yaratabilecek yeni bir durumla karşı karşıya bırakmıştır. Zira mülkiyetin ve kontrolün ayrışmasından kaynaklanan vekil-müvekkil ilişkisi iki seviyeli bir hâle gelmiştir (*two-tier principal-agent*

³⁹⁹ Pash, Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, s. 35; Eminoğlu, Cafer: *Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsal Yönetim (Corporate Governance)*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2014, s. 1-7.

⁴⁰⁰ Öğretideki tanımlar için bkz. Heinen, s. 14; Pash, Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, s. 21-30.

⁴⁰¹ *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report)*, London, 1992, p. 2.5.

⁴⁰² DCGK, Dibase p. 1.

⁴⁰³ Pash, Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, s. 12; Manavgat, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 149.

⁴⁰⁴ Pash, Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, s. 38; Manavgat, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 149.

⁴⁰⁵ Ringe, Corporate Governance, s. 496; Leyens, Patrick: *System der Aktionärsinformation – Auskunft, Sonderprüfung, Sondervertretung, Investorendialog und horizontale Kommunikation*–, ZGR 4/2019, s. 554; Schneider, s. 520-521.

⁴⁰⁶ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 3, a, i.

relationship/doppelstufige Prinzipal-Agenten-Beziehung). İlk vekil-müvekkil ilişkisi, kolektif yatırım kuruluşları ile bu kuruluşlara fon aktaran yatırımcılar arasında oluşmaktadır. Buna göre yatırımcılardan (*müvekkillerden*) toplanan mal varlığının kontrolü kolektif yatırım kuruluşlarındadır (*vekillerdedir*). Yatırımcılar, kolektif yatırım kuruluşlarının işlettikleri portföylerin “ekonomik maliki” olsalar da kolektif yatırım kuruluşlarının yatırım stratejileri üzerinde söz hakkına sahip olmadıkları gibi kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinde yer alan payların mülkiyetine ve söz konusu paylardan doğan idari ve mali haklara sahip değildirler⁴⁰⁷.

Kolektif yatırım kuruluşları “kendilerine ait olmayan” mal varlığını kullanarak halka açık ortaklıklarda pay sahibi olduklarında, mülkiyetin ve kontrolün ayrışmasından kaynaklanan ikinci vekil-müvekkil ilişkisi meydana gelmektedir. Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları ortaklıkların kontrolü ortaklıkların yöneticilerindedir. Halka açık ortaklığı yöneten yöneticiler de tıpkı kolektif yatırım kuruluşlarının yaptığı gibi, “kendilerine ait olmayan” bir mal varlığı üzerinde tasarrufta bulunarak ortaklığın geleceğini tayin etmektedirler. Yatırımcılar, kolektif yatırım kuruluşları ve ortaklık yöneticilerinin içerisinde bulunduğu bu iki seviyeli yapıda, kolektif yatırım kuruluşları yatırımcılarla olan ilişkilerinde vekil, ortaklık yöneticileriyle olan ilişkilerinde ise müvekkil pozisyonundadırlar.

Teoride meydana gelen söz konusu iki seviyeli vekil-müvekkil ilişkisi, uygulamada kısa vadeci pay sahipliğini tercih eden kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların yöneticileri üzerinde baskı kurmaları, ortaklıkların yönetimini gözetmemeleri ve kendi çıkarlarına uygun kararlar alan yöneticileri desteklemeleri nedeniyle anonim ortaklıkların kötü yönetilmesi sonucu doğurduğu için, kurumsal yönetim teorisi karşısında aşılması gereken büyük bir sorun olarak belirlemiştir. Zira

⁴⁰⁷ Bkz. Birinci Bölüm, II, A.

kurumsal yönetim teorisinin ilk çıkış noktası müvekkil konumunda bulunan pay sahiplerini ortaklık yöneticilerine karşı koruyarak ortaklığın iyi yönetilmesini sağlamakken, şu an gelinen noktada hem vekil hem de müvekkil konumunda bulunan kolektif yatırım kuruluşları pay sahibi sıfatıyla, ortaklık yöneticileriyle birlikte ortaklıkların kötü yönetilmesine neden olmaktadır. Bu durum kurumsal yönetim teorisine ilişkin tartışmalara yeni bir boyut eklemiştir⁴⁰⁸.

Halka açık anonim ortaklıkların iyi ve adil bir biçimde yönetilmesi amacıyla geliştirilen kurumsal yönetim teorisi, yaşanan her büyük ekonomik kriz sonrasında öğreti tarafından sorgulanmıştır⁴⁰⁹. Böylelikle kurumsal yönetim teorisinin içeriği ve uygulaması geliştirilerek ortaklıkların iyi yönetilmesi ve ekonomik krizlerin tekrar etmemesi amaçlanmaktadır⁴¹⁰. Keza 2007-2009 yılları arasında yaşanan küresel ekonomik kriz sonrasında da halka açık ortaklıkların yönetiminde yaşanan sorunlar kurumsal yönetim açısından değerlendirilmiştir⁴¹¹.

Kolektif yatırım kuruluşlarının kısa vadeci davranarak halka açık ortaklıkların kötü yönetilmesine neden olmaları karşısında, aynı sorunun tekrarlanmaması için, kuruluşların yatırım davranışları değiştirilmek istenmiştir. Bu bağlamda, başkalarının mal varlıklarını yöneten kolektif yatırım kuruluşlarının daha sorumlu ve özenli davranması gerektiği, kurumsal yönetim içerisinde önemli bir rol üstlenerek kurumsal yönetimi güçlendirebilecekleri ve ortaklıkların uzun vadeli başarısına katkı sağlayabilecekleri düşünülerek -yukarıda tanımına yer verdiğimiz⁴¹²- katılımcı pay sahipliği kavramı kabul edilmiştir⁴¹³. Böylelikle katılımcı pay sahipliği kavramından önce kurumsal yönetim

⁴⁰⁸ Koch, J., Aktiengesetz, § 134a Rn. 1.

⁴⁰⁹ Bachmann, Gregor: *Corporate Governance nach der Finanzkrise*, AG 6/2011, s. 187; Heinen, s. 15.

⁴¹⁰ Olgiatti/Kindler, s. 1066; Manavgat, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 151-152.

⁴¹¹ Cremers/Masconale/Sepe, s. 747.

⁴¹² Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 1.

⁴¹³ Ruppel, s. 220; Hirt, Hans-Christoph/Hopt, Klaus/Mattheus, Daniela: *Dialog zwischen dem Aufsichtsrat und Investoren Rechtsvergleichende und rechtsdogmatische Überlegungen zur Investorenkommunikation in Deutschland*, AG 20/2016, s. 727; Krebs, § 134a Rn. 3; Rieckers, § 134a

teorisi karşısında önemli bir sorun teşkil eden kolektif yatırım kuruluşları, katılımcı pay sahipliğiyle birlikte kurumsal yönetim teorisinin önemli bir aktörü hâline getirilmektedir⁴¹⁴. Bu durum öğretide kurumsal yönetim teorisinin genişlemesi biçiminde yorumlanmaktadır⁴¹⁵.

b- Türk Sermaye Piyasası Bakımından

Kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık ortaklıkların yönetimine katılması ihtiyacı ilk olarak ABD ve İngiltere gibi halka açıklık oranları fazla olan ortaklıkların bulunduğu ülkelerde doğmuş ve söz konusu ihtiyacın giderilmesi için katılımcı pay sahipliği kabul edilmiştir. Türkiye'deki halka açık anonim ortaklıkların halka açıklık oranları ABD ve İngiltere'dekiler gibi yüksek değildir. Gerçekten de Türkiye'deki ortaklıkların halka açıklık oranı anılan ülkelerdeki oranlara kıyasla düşüktür⁴¹⁶. Buna ek olarak Türkiye'deki kolektif yatırım kuruluşlarının, işlettikleri portföylerin toplam tutarları ve pay senetlerine yaptıkları yatırım miktarı söz konusu ülkelere kıyasla daha azdır⁴¹⁷.

Rn. 5; *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134a Rn. 8; *Koch*, J., Aktiengesetz, § 134a Rn. 1; *Wilsing*, Hans-Ulrich: *Corporate Governance in Deutschland und Europa Die Rolle der institutionellen Investoren, der Proxy Advisors und die der Aktionäre*, ZGR 2-3/2012, s. 293; *Strenger*, Christian/Zetzsche, Dirk: *Institutionelle Anleger, Verbesserung der Corporate Governance und Erleichterung der grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung*, AG 11/2013, s. 398.

⁴¹⁴ *Schneider*, s. 527; *Koch*, Jens: *Der Kapitalanleger als Corporate Governance-Akteur im Rahmen der neuen §§134a ff. AktG*, BKR 1/2020, s. 1; *Graßl*, Bernd/Nikoleyczik, Tobias: *Shareholder Activism und Investor Activism Typische Handlungsweisen aktivistischer Aktionäre und Investoren, angemessene Vorbereitung und mögliche Reaktion der Zielgesellschaft*, AG 3/2017, s. 60. Nitekim Almanya'daki ve Japonya'daki kurumsal yönetim uygulamalarının ABD ve İngiltere'deki uygulamalara kıyasla daha başarılı olmasının pay sahiplerinin aktif bir biçimde ortaklık yönetimine katılımından kaynaklandığı ifade edilmektedir (*Lipton/Rosenblum*, s. 218-219).

⁴¹⁵ *Kalss*, Aktiengesetz, § 134b Rn. 25.

⁴¹⁶ Bkz. dn. 109.

⁴¹⁷ Menkul kıymet yatırım fonlarınca yönetilen portföylerin toplam büyüklüğü 2023 yılında ABD'de 33,604 trilyon Dolar, Japonya'da 2,225 trilyon Dolar, İngiltere'de 2,018 trilyon Dolar'ken, Türkiye'de yalnızca 54 milyar Dolar'dır (*Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği*: 2023 yılı Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, s. 22). Pay senedi yatırımı bakımından ise, 2023 yılında Japonya'daki fonların %92,8'i, ABD'deki fonların %58,7'si, İngiltere'deki fonların %51,2'si pay senedi fonuyken, Türkiye'deki fonların yalnızca %5,3'ü pay senedi fonudur (*Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği*: 2023 yılı Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, s. 23). Ayrıca Türkiye'deki menkul kıymet yatırım fonlarının 2023 yılındaki portföy dağılımında yurt içi pay senedi yatırım oranı %12,1, yurt dışı pay senedi yatırım oranı ise %2,4'dür. Belirtmek gerekir ki yatırım fonlarının son yıllardaki portföy dağılımında pay senedi yatırımı artış göstermektedir. 2019 yılında %5 ile portföy dağılımı içerisinde altıncı sırada olan yurt içi

Bütün bu verilerden hareketle Türkiye’deki ortaklıkların halka açıklık oranlarının düşük olduğu, kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların paylarına yaptıkları yatırımın fazla olmadığı gibi gerekçelerle kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmasına (katılımcı pay sahipliğine) Türk sermaye piyasasında ihtiyaç olmadığı düşünülebilir. Ancak belirtmek gerekir ki katılımcı pay sahipliği kolektif yatırım kuruluşlarını kurumsal yönetimin bir aktörü hâline getirerek halka açık anonim ortaklıkların kurumsal yönetimini iyileştirmeyi ve güçlendirmeyi amaçlamaktadır.

Kurumsal yönetim, halka açıklık oranlarının yüksek olduğu ortaklıkların yanı sıra halka açıklık oranlarının düşük olduğu ortaklıklarda da uygulanmaktadır. Halka açıklık oranının yüksek veya düşük olması yalnızca kurumsal yönetimin ortaklıktaki fonksiyonunu değiştirmektedir. Halka açıklık oranının fazla olduğu hâllerde pay sahipleri ile ortaklık yöneticileri arasındaki çıkar çatışmaları, düşük olduğu hâllerde ise azınlık ve çoğunluk pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmaları artmaktadır⁴¹⁸. Kurumsal yönetim pay sahiplerinin ortaklık yöneticileriyle ve diğer pay sahipleriyle olan ilişkilerini dengelemektedir. Dolayısıyla, her iki sorun da kurumsal yönetimin kapsamında kalmaktadır⁴¹⁹. Bu durumda aynı hukuki araç farklı amaçlara hizmet edebilmektedir. Örneğin, yönetim kurulundaki bağımsız üyeler halka açıklık oranı yüksek ortaklıklarda pay sahiplerinin çıkarlarına hizmet etmekteyken, halka açıklık oranı düşük ortaklıklarda azınlığın haklarının korunmasına aracı olmaktadır⁴²⁰.

pay senetleri, 2023 yılında %12,1’e yükselmiştir (bkz. *Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: 2023 yılı Türkiye Sermaye Piyasası Raporu*, s. 45).

⁴¹⁸ Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. 1, s. 254; Ringe, Stewardship, s. 100-101; Aguilera, Ruth/Crespi-Cladera, Rafel: *Global Corporate Governance: On the Relevance of Firms’ Ownership Structure*, JWB 2016, Vol. 51, s. 52-53. Türkiye’deki anonim ortaklıkların halka açıklık oranları dikkate alındığında, ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarının ağırlıklı olarak çoğunluk ile azınlık pay sahipleri arasında yaşanacağı yönünde bkz. Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. 1, s. 255.

⁴¹⁹ Aguilera/Crespi-Cladera, s. 52.

⁴²⁰ Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. 1, s. 254.

Benzer durum kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık ortaklıkların yönetimine katılmasında da söz konusudur. Kolektif yatırım kuruluşları halka açıklık oranı yüksek ortaklıklarda ortaklığın çıkarını kısa vadeci pay sahiplerinin ve yöneticilerin çıkarlarına karşı korumaktayken, halka açıklık oranı düşük ortaklıklarda ortaklığın ve diğer pay sahiplerinin çıkarını çoğunluk pay sahiplerinin çıkarlarına karşı korumaktadır⁴²¹. Zira halka açıklık oranı düşük ortaklıklarda çoğunluk pay sahibi kendi çıkarını ortaklığın çıkarına üstün tutmak isteyebilir ve bu yüzden ortaklığın iyi yönetilmemesine neden olabilir⁴²². Dolayısıyla, Türkiye’deki halka açık anonim ortaklıkların kurumsal yönetimlerinin güçlendirilmesi için kolektif yatırım kuruluşları pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmalıdır⁴²³.

Ayrıca kanun koyucunun, halka açık anonim ortaklıklardaki imtiyazlı paylara ve dolayısıyla halka açık anonim ortaklıkların yönetimine ilişkin olarak SPKn m. 28/2 hükmünde benimsediği yeni yaklaşıma değinmek gerekmektedir. SPKn m. 28/2’ye göre SPKr’nin belirlediği esaslar⁴²⁴ çerçevesinde, faaliyetlerinin makul ve zorunlu kıldığı hâller saklı kalmak kaydıyla, mevzuata uygun olarak hazırlanmış finansal tablolarına göre üst üste beş yıl dönem zararı eden halka açık ortaklıklarda, oy hakkına ve yönetim kurulunda temsil edilmeye ilişkin imtiyazlar SPKr kararıyla kaldırılabilir⁴²⁵.

⁴²¹ Ringe, Shareholder Activism, s. 6-9. 2009 yılında *Porsche* ve *VW*’nin birleşme işlemleri sırasında *Norges Bank Investment Management*’in birleşme işlemine ilişkin itirazları buna örnek olarak gösterilmektedir (Ringe, Shareholder Activism, s. 8).

⁴²² Ringe, Stewardship, s. 100.

⁴²³ Eklemek gerekir ki Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarına yatırım gelebilmesi, diğer bir ifadeyle sermaye piyasasının yabancı yatırımcıların ilgisini çekebilmesi için ABD ve İngiltere gibi para kaynağı güçlü olan ülkelerin önem verdiği kurumsal yönetim düzenlemelerinin ulusal hukukta kabul edilmesi ve geliştirilmesi gerekmektedir [Bueren, s. 1003, Paslı, Ali: *Kurumsal Yönetim*, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Ed. Helvacı, Mehmet/Uzel, Necdet/Sönmez, Numan/Özsoy, Ahmet), İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2019, s. 229].

⁴²⁴ Bkz. Oy Hakkına ve Yönetim Kurulunda Temsil Edilmeye İlişkin İmtiyazların Kaldırılmasına İlişkin Esaslar Tebliği (II-28.1) (RG. 10.01.2020, S. 31004).

⁴²⁵ Anılan hükmün bir benzeri mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda bulunmamaktaydı. Bu yüzden, öğretide kanun koyucunun halka açık anonim ortaklıkların yönetimine ilişkin yeni bir yaklaşım benimsediği ifade edilmektedir [Tok, Ahmet: *Halka Açık Şirketlerdeki İmtiyazların SPK Tarafından Kaldırılmasına İlişkin Düzenlemenin Analizi*, Sermaye Şirketleri Hukukunda Güncel Gelişmeler

Kanun koyucu, halka açık anonim ortaklıklarda imtiyazlara yönelik bu yaklaşımını şu gerekçelerle açıklamıştır: “Ülkemizde çoğunlukla aile şirketlerinin bulunması ve bu şirketlerin özellikle yönetim hakimiyetini kaybetmeme adına çeşitli imtiyazlarla halka açılması sonucu, bu şirketlere sonradan ortak olan yatırımcıların yönetime katılma hakları oldukça sınırlı olmaktadır. Şirketlerin kötü yönetilmesi ve zarar etmesine karşın yönetim kontrolünün değişmeyeceğinin bilinmesi de mevcut yönetimleri atalete ve rahatlığa sevk etmekte, bu da şirketlerin kötü yönetimini sürekli hale getirmektedir. Bu maddede getirilen yenilik ile 6102 sayılı Kanunda halka açık ortaklıklarda yönetim imtiyazını sınırlandıran maddenin⁴²⁶ bir adım önüne geçilerek, üst üste beş yıl zarar eden ortaklıklarda yapılacak ilk genel kurul toplantısında imtiyazların kaldırılacağı hüküm altına alınmıştır. Söz konusu düzenleme ile imtiyazsız pay sahiplerinin korunması ilkesi gözetilerek; imtiyaza sahip grupların diğer ortakların da menfaatine uygun davranmasının, belirli pay gruplarının aday gösterdiği yönetim kurulu üyelerinin gözetiminin daha etkin bir şekilde yapılmasının ve nihayetinde etkinsiz yönetimlerin değiştirilerek şirketi daha iyi yönetecek kişilerin göreve gelmesinin sağlanması amaçlanmıştır⁴²⁷”.

SPKn m. 28/2 hükmünün gerekçesinden de anlaşılacağı üzere, kanun koyucu halka açık anonim ortaklıkların iyi yönetilmesini, ortaklık halka açıldıktan sonra pay sahibi olan ancak yönetsel anlamda herhangi bir imtiyaza sahip olmayan pay sahiplerinin (örneğin kolektif yatırım kuruluşlarının) ortaklık yönetime katılmasını, halka açık anonim ortaklıklardaki mevcut yöneticilerin kötü yönetimlerinin engellenmesini,

Sempozyumu (Tebliğler-Tartışmalar) 19 Haziran 2019 (Ed. Alışkan, Murat/Mersin, Bilge Utkan/Sarıkaya, Sinan), İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2020, s. 395].

⁴²⁶ Bkz. TTK m. 360/1.

⁴²⁷ Bkz. SPKn m. 28/2'nin gerekçesi.

yönetim kurulu üyelerinin gözetiminin daha etkin yapılmasını, ortaklığı daha iyi yönetecek kişilerin göreve gelmelerini arzu etmektedir⁴²⁸.

Keza katılımcı pay sahipliği de kolektif yatırım kuruluşlarına ortaklık yönetimini gözetim rolü vermekte ve kolektif yatırım kuruluşlarını çeşitli araçları kullanarak ortaklık yönetiminde etkili olmaya teşvik etmektedir. Bütün bunlar esasen ortaklığın uzun vadeli iyi bir şekilde yönetilmesiyle ilgilidir. Bu yüzden kanun koyucunun halka açık anonim ortaklıkların nasıl yönetilmesi gerektiğine ilişkin yaklaşımının katılımcı pay sahipliğiyle uyumlu olduğu kanaatindeyiz. Diğer bir deyişle, Türk hukukunda kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmasının, kanun koyucunun halka açık anonim ortaklıkların iyi yönetilmesi konusundaki çabasını tamamlayacağını düşünmekteyiz.

5. Katılımcı Pay Sahipliğinin Boyutları

a- Ekonomik Boyut

Kolektif yatırım kuruluşlarının katılımcı pay sahipliği kapsamında halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmalarının ekonomik boyutu ile çevresel, sosyal ve yönetsel boyutu olmak üzere iki boyutu bulunmaktadır⁴²⁹. Katılımcı pay sahipliğinin ekonomik boyutu, halka açık anonim ortaklıklarda pay sahiplerine sağlanan maddi faydanın artırılmasıdır. Bu durum pay sahiplerine dağıtılan kâr payı miktarının artırılması ve payın borsa değerinin yükselmesi şeklinde gerçekleşmektedir⁴³⁰. Halka açık anonim ortaklıklarda pay sahiplerine dağıtılan kâr payının artırılmasının ve payın borsa değerinin yükseltilmesinin hedeflenmesi esasen öğretide pay sahibi değeri yaklaşımı (*shareholder*

⁴²⁸ Benzer şekilde KYİ m. 1.4.2'de oy hakkında imtiyazdan kaçınılacağı, buna karşılık oy hakkında imtiyazın varlığı hâlinde halka açık payların sahiplerinin yönetimde temsilini engelleyecek nitelikteki imtiyazların kaldırılacağı ifade edilmiştir.

⁴²⁹ Kleinmanns, s. 342.

⁴³⁰ Rose/Sharfman, s. 1045; Redeke, s. 257; Heinen, s. 25; Klöhn, s. 187.

value approach/Shareholder-Value-Ansatz) olarak adlandırılmaktadır⁴³¹. Pay sahibi değeri yaklaşımı, ortaklıkların özsermaye⁴³² değerini artırmayı amaçlamaktadır⁴³³. Zira pay sahiplerine sağlanan ekonomik faydanın, diğer bir ifadeyle pay sahipleri için yaratılan değer artırılabilmesi için öncelikle ortaklıkların özsermaye değerinin artırılması gerekmektedir.

Katılımcı pay sahipliğinde, kolektif yatırım kuruluşları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılırken, ortaklık yöneticilerini ortaklığın uzun vadeli başarısını dikkate alan kararlar alması yönünde teşvik etmektedirler⁴³⁴. Böylelikle ortaklıkların, uzun vadeli yatırımlar yaparak, uzun vadeli kazançlarını (kârlılıklarını) artırması hedeflenmektedir⁴³⁵. Bu durum her şeyden önce ortaklığın çıkarınadır. Ayrıca yatırımcılar alanında önemli başarılarla imza atan ortaklıklarda pay sahibi olmak isteyeceğinden ortaklıkların paylarına yönelik talep ve dolayısıyla ortaklık paylarının borsa değeri artacaktır. Bununla birlikte katılımcı pay sahipliğinin ekonomik boyutu kurumsal yönetim teorisiyle uyumludur. Zira kurumsal yönetim teorisinin nihai hedefi, ortaklık faaliyetlerinin uzun vadeli ve rekabetçi bir biçimde geliştirilmesi suretiyle genel ekonomik düzenin istikrarını sağlamaktır⁴³⁶.

Katılımcı pay sahipliğinin, pay sahibi için yaratılan değeri gerçekten artırıp artırmadığı konusunda yapılan araştırmalarda farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Bazı

⁴³¹ Albath, Christina: *Shareholder Activism im Rahmen der Hauptversammlung Eine Untersuchung unter Berücksichtigung von aktienrechtlichen, kapitalmarktrechtlichen und praktischen Beschränkungen*, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2022, s. 47.

⁴³² Özsermaye, ortaklığın aktif toplamından borçları çıkarıldıktan sonra geriye kalan, ortaklığın işletmeye konu varlığını ifade etmektedir [bkz. Vergi Usul Kanunu (VUK) (RG. 10.01.1961, S. 10703) m. 192/IV].

⁴³³ Schmidt, Reinhard/Spindler, Gerald: *Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive Eine Betrachtung der Risiken, der Notwendigkeiten und Möglichkeiten einer Regulierung von Private Equity und aktivistischen Hedgefonds aus ökonomischer und gesellschafts-, kapitalmarkt- und arbeitsrechtlicher Sicht*, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2008, s. 94; Sharfman, s. 837.

⁴³⁴ Dahmen, Lennart: *Pflichten von Vermögensverwaltern und institutionellen Anlegern nach dem Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie*, GWR 7/2019, s. 117.

⁴³⁵ Albath, s. 47.

⁴³⁶ Lipton/Rosenblum, s. 189 ve 192; Heinen, s. 25.

araştırmalarda değer artışı gözlemlenmesine rağmen bazılarında benzer bir artış tespit edilememiřtir⁴³⁷. Söz konusu araştırmalarda benzer sonuçlara erişilememesinin nedeni, pay sahiplerine sağlanan ekonomik fayda ile katılımcı pay sahipliği arasında gerçekten nedensel bir bağlantı olup olmadığının kesin olarak tespit edilememesidir⁴³⁸. Katılımcı pay sahipliğinin uygulamadaki etkisi kesin bir şekilde kanıtlanamamış olsa da katılımcı pay sahipliği kolektif yatırım kuruluşlarının yatırım davranışlarını ortaklıkları uzun vadede başarılı kılmaya ve kazançlarını artırmaya yönlendirecek şekilde değiştirmeyi hedeflemektedir. Ayrıca etkili bir kurumsal yönetim mekanizması bulunan, diğer bir ifadeyle iyi yönetilen ortaklıkların, değerlerinin arttığını ispat eden birçok çalışma bulunmaktadır⁴³⁹ ve katılımcı pay sahipliği halka açık anonim ortaklıkların kurumsal yönetimini iyileştirmeyi ve güçlendirmeyi, dolayısıyla ortaklıkların değerlerini artırmayı amaçlamaktadır.

b- Çevresel, Sosyal ve Yönetimsel Boyut

Katılımcı pay sahipliğinin aynı zamanda çevresel, sosyal ve yönetimsel (*enviromental, social, governance/ESG*) bir boyutu da bulunmaktadır. Kolektif yatırım kuruluşları pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılırken ekonomik faydanın yanı sıra ortaklıkların faaliyetlerindeki çevresel, sosyal ve yönetimsel faydayı da artırmayı amaçlamaktadırlar (*ESG Stewardship*). Katılımcı pay sahipliğinin çevresel, sosyal ve yönetimsel boyutu ilk bakışta ortaklıklar hukukunda uzun zamandır var olan kurumsal sosyal sorumluluk (*Corporate Social Responsibility/CSR*) kavramı ve

⁴³⁷ İnci, s. 106-107.

⁴³⁸ İnci, s. 107.

⁴³⁹ Forstmoser, Exit oder Voice, s. 803; Heinen, s. 16.

bu kavramın ortaklıklar üzerindeki etkisiyle ilişkilendirilebilir, ancak ikisi arasında yakın bir ilişki bulunsa da aralarında bazı temel farklılıklar bulunmaktadır⁴⁴⁰.

Kurumsal sosyal sorumluluk kavramının kökenleri 1930'lı yıllarda başlayan ve anonim ortaklıkların hangi amaç(lar)la yönetileceğini konu alan tartışmalara dayanmaktadır⁴⁴¹. Zaman içerisinde, ortaklıkların toplumun önemli bir parçası olduğu ve bu yüzden ortaklıkların, ekonomik bir amacın yanı sıra birtakım sosyal, ekolojik veya etik amaçları izleyerek de içerisinde bulunduğu topluma katkı sağlayabileceği kabul edilmiştir⁴⁴². Kurumsal sosyal sorumluluk, ortaklıkların yönetimini esas almakta ve ortaklıkların hesap verilebilirlik anlayışıyla faaliyet göstererek, etik ilkeler ışığında kazanç sağlamasını teşvik etmektedir⁴⁴³. Ortaklık yöneticileri, ortaklık yönetiminde izledikleri politikalar aracılığıyla bazı sosyal sorumlulukları yerine getirmeye çalışmaktadırlar.

Katılımcı pay sahipliğinin çevresel, sosyal ve yönetsel boyutu ise 2010'lı yıllardan itibaren pek çok ülkede kabul görmeye başlayan sürdürülebilir finans (*sustainable finance*) yaklaşımından kaynaklanmaktadır. Küresel finansal sisteminin tamamını kapsayacak bir dönüşüm⁴⁴⁴ işaret eden sürdürülebilir finans yaklaşımı, finansal piyasalardaki uygulamalarda, ürünlerde, politikalarda çevresel, sosyal ve

⁴⁴⁰ Macneil, Iain/Esner, Irene-Marie: *From a Financial to an Entity Model of ESG*, EBOR 2022, Vol. 23, s. 10; Weller, Marc-Philippe/Benz, Nina: *Klimaschutz und Corporate Governance*, ZGR 4–5/2022, s. 569.

⁴⁴¹ Macneil/Esner, s. 12-13.

⁴⁴² Bu değişim öğretilerinde ortaklıkların kâr maksimizasyonu (*tek kârlılık ilkesi/eine Bottom Line*) amacının yanına sosyal sorumluluk ve çevresel sorumluluk amaçlarının da eklendiği (*üç kârlılık ilkesi/Triple-Bottom-Line*) şeklinde yorumlanmaktadır (Forstmoser, Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung?, s. 212).

⁴⁴³ Macneil/Esner, s. 11 ve 16.

⁴⁴⁴ 2007-2009 yılları arasında yaşanan küresel ekonomik kriz finansal piyasalardaki bu dönüşümü hızlandırmıştır (Macneil/Esner, s. 16).

yönetimsel faktörlerin⁴⁴⁵ dikkate alınması şeklinde tanımlanmaktadır⁴⁴⁶. Böylelikle sermayenin uzun vadeli ve sürdürülebilir yatırımlara kanalize edilmesi hedeflenmektedir⁴⁴⁷.

Sürdürülebilir finans ortaklıklar hukukuna ve sermaye piyasası hukukuna birçok yenilik getirmiştir⁴⁴⁸. Bu yeniliklerden biri de pay sahiplerinin (kolektif yatırım kuruluşlarının) halka açık ortaklıkların yönetimini sürdürülebilirliğe teşvik etmesi ve yönetimin faaliyetlerini bu anlamda gözetmesidir⁴⁴⁹. Katılımcı pay sahipliğinin çevresel, sosyal ve yönetimsel boyutu, kurumsal sosyal sorumluluktan farklı olarak ortaklık yöneticilerine değil, pay sahiplerine (kolektif yatırım kuruluşlarına) odaklanarak onların yatırım davranışlarını değiştirmeye çalışmaktadır⁴⁵⁰.

Katılımcı pay sahipliğinin çevresel, sosyal ve yönetimsel boyutu esasen ortaklıkların ekonomik performansı ile ilgili bir yaklaşımdır. Kolektif yatırım kuruluşları, pay sahipliği haklarını ve diğer araçları kullanarak, ortaklıklar bakımından çevresel, sosyal ve yönetimsel faktörlerden kaynaklanabilecek ekonomik risklerin ortaklık yönetimi tarafından dikkate alınmasını sağlamakta ve ortaklık yönetiminin kararlarını ve

⁴⁴⁵ Çevresel faktörler arasında iklim değişikliği, karbon emisyonu, çevre kirliliği, enerji etkinliği, atık yönetimi, biyolojik çeşitlilik, ormanların yok edilmesi ve su kıtlığı gibi konular; sosyal faktörler arasında insan hakları, işçilerin çalışma koşulları, işçilerin iş yeri yönetimine katılması, cinsiyet çeşitliliği, halkla ilişkiler, çocuk işçiler, modern kölelik gibi konular; yönetimsel faktörler arasında ise ortaklık yönetiminde cinsiyet eşitliği, ortaklıklarda yöneticilere ödenen ücretler, pay sahipleri ve diğer menfaat grupları için denetleme ve şeffaflık, ortaklıkların rüşvet ve yolsuzluk politikaları, lobi faaliyetleri, politik eylemler gibi konular bulunmaktadır (Gary, s. 734, dn. 3).

⁴⁴⁶ Birkmose, Hanne: *From Shareholder Rights to Shareholder Duties - A Transformation of EU Corporate Governance in a Sustainable Direction*, JIELEMI 2018, Vol. 5, No. 2, s. 71; van Oostrum, Chris: *Sustainability Through Transparency and Definitions: A Few Thoughts on Regulation (EU) 2019/2088 and Regulation (EU) 2020/852*, ECLJ 2021, Vol. 18, No. 1, s. 15.

⁴⁴⁷ *Avrupa Komisyonu, Sürdürülebilir Kalkınmanın Finansmanı Eylem Planı*, p. 1.

⁴⁴⁸ Söz konusu yenilikler için bkz. Deliktaş, Emre Ali: *Avrupa Birliği'nin Sürdürülebilir Finans Düzenlemeleri Perspektifinden Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından Yayımlanan "Yeşil Borçlanma Aracı, Sürdürülebilir Borçlanma Aracı, Yeşil Kira Sertifikası, Sürdürülebilir Kira Sertifikası Rehberi"ne Bakış*, GÜHFD 2023, C.1, s. 916-944.

⁴⁴⁹ Ringe, Wolf-Georg: *Investor-led Sustainability in Corporate Governance*, ECGI 2021, Working Paper No: 615/2021, s. 5; Bowley, Tim/Hill, Jennifer: *The Global ESG Stewardship Ecosystem*, EBOR 2024, Vol. 25, No. 2, s. 233.

⁴⁵⁰ Macneil/Esser, s. 10, 16 ve 19; Weller/Benz, s. 601; Ringe, Sustainability, s. 2; Moslein, Florian/Sørensen, Karsten Engsig: *The Commission's Action Plan for Financing Sustainable Growth and Its Corporate Governance Implications*, ECLJ 2018, Vol. 15, No. 6, s. 225.

uygulamalarını bu riskler kapsamında takip etmektedir⁴⁵¹. Gerçekten de ortaklıklar çevresel, sosyal ve yönetsel faktörlerden kaynaklanabilecek birçok ekonomik riskle karşı karşıyadır. Ortaklıkların karşılaşılabilecekleri risklerden ilki fiziksel risktir. Doğal afetler (fırtına, yangın, sel ve kuraklık gibi) ve değişen iklim koşullarının neden olduğu diğer sorunlar (deniz seviyelerinin yükselmesi, toprak ve okyanusların asitlenmesi, kirlilik, biyoçeşitliliğin azalması gibi) ortaklıkların sahip olduğu varlıkların değerlerini, piyasaya arz ettikleri mal ve hizmetlerin maliyetini ve fiyatını, ortaklık bünyesinde çalışan işçilerin verimliliğini etkilemektedir⁴⁵². Örneğin; deniz seviyelerinin yükselmesi turizm faaliyetinde bulunan ortaklıklar için, aşırı yağış veya kuraklık tarımsal ürün üreten ortaklıklar için, ortaklıkların maruz kaldıkları risklerin artması ise sigortacılık faaliyetinde bulunan ortaklıklar için finansal bir risk barındırmaktadır⁴⁵³

İkinci risk, ortaklıkların sürdürülebilirlikle ilgili gelişmelere uyum sağlayamaması riskidir⁴⁵⁴. Günümüzde alışılmış (klasik) bazı üretim-tüketim faaliyetleri artık değişmektedir. Örneğin, ulaşımda fosil yakıt kullanan araçlar yerine elektrikli araçlar tercih edilmeye başlanmıştır. Bu durum enerji ve hammadde kullanımında birtakım değişiklikleri beraberinde getirmektedir. Ancak ortaklıkların söz konusu değişime uyum sağlayamaması -otomobil üreticisi bir ortaklığın, hâlâ fosil yakıt tüketen otomobiller üretmesi-, ortaklıklarca üretilen mal ve hizmetlerin müşteriler tarafından tercih edilmemesine ve dolayısıyla söz konusu ortaklıkların kazançlarının azalmasına -veya zarar etmelerine- yol açmaktadır⁴⁵⁵. Bu yüzden otomobil üreten ortaklıkların sektörlerinde elektrikli araç üreten ortaklıklarla (örneğin *Tesla Incorporated*) rekabet edebilmesi için elektrikli araçlar konusunda araştırma ve geliştirme faaliyetlerinde

⁴⁵¹ Macneil/Esser, s. 11 ve 14.

⁴⁵² Alexander, Kern: *Banking Regulation and Environmental Sustainability*, AC 2015, No. 104, s. 3.

⁴⁵³ Arriba-Sellier, Nathan: *Turning Gold Into Green: Green Finance in the Mandate of European Financial Supervision*, CMLR 2021, Vol. 58, No. 4, s. 1132.

⁴⁵⁴ Alexander, s. 3.

⁴⁵⁵ Arriba-Sellier, s. 1133-1134.

bulunması ve belki de bir buluş ortaya koyması gerekmektedir⁴⁵⁶. Ancak kısa vadeci davranışları için araştırma ve geliştirme faaliyetlerine yeteri kadar önem vermeyen yöneticilerle bu hedefe ulaşmak mümkün görünmemektedir⁴⁵⁷.

Üçüncü risk, ortaklıkların sürdürülebilir nitelikte olmayan eylemleri nedeniyle hukuki sorumluluk riskiyle karşı karşıya olmasıdır⁴⁵⁸. Ortaklıklar, yürüttükleri faaliyetler sonucunda çevresel zarara neden olduklarında, tazminat davaları ve idari para cezalarıyla karşılaşmaktadırlar⁴⁵⁹. Özellikle son zamanlarda sürdürülebilir olmayan faaliyetleri nedeniyle ortaklıklara karşı açılan davalarda büyük bir artış gözlemlenmektedir⁴⁶⁰. Bu yüzden kolektif yatırım kuruluşları ortaklık yöneticilerinin çevresel, sosyal ve yönetsel konularda bilinçli davranmasını sağlayarak, onların sürdürülebilir olmayan eylemlerde bulunmasını (zararın meydana gelmesini) engellemeyi amaçlamaktadır⁴⁶¹.

Katılımcı pay sahipliği, kurumsal sosyal sorumlulukta uygulanmakta olan ahlaki sorumluluk anlayışını, risk yönetimi anlayışına çevirmektedir⁴⁶². Böylelikle çevresel, sosyal ve yönetsel faktörlerden kaynaklanabilecek ekonomik riskler azaltılarak ortaklıkların uzun vadedeki gelirlerinin artması hedeflenmektedir⁴⁶³. Katılımcı pay sahipliğinin çevresel, sosyal ve yönetsel boyutunda öncelik risk ve kazanç konularına verilmekte, çevresel, sosyal ve yönetsel kazanımlar ise dolaylı olarak gerçekleştirilmektedir⁴⁶⁴. Kısaca yönetimde ESG'yi benimseyen halka açık anonim

⁴⁵⁶ Freiberg, David/Rogers, Jean/Serafeim, George: *How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors*, HBSAMU 2020, Working Paper No. 20-056, s. 26-27. Sürdürülebilir finansın ortaklıkların yenileşim (inovasyon) gücünü artıracığı yönünde bkz. Mittwoch, Anne-Christin: *Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht*, ACP 2-4/2023, s. 669.

⁴⁵⁷ Bkz.

⁴⁵⁸ Alexander, s. 3.

⁴⁵⁹ Bkz. İkinci Bölüm, II, E, 5.

⁴⁶⁰ Sjåffell, Beate: *Reforming EU Company Law to Secure the Future of European Business*, ECFR 2021, Vol. 18, No. 2, s. 217.

⁴⁶¹ Foerster, Anita: *Climate Justice and Corporations*, KILJ 2019, Vol. 30, No. 2, s. 307.

⁴⁶² Macneil/Esser, s. 15-16.

⁴⁶³ Macneil/Esser, s. 11.

⁴⁶⁴ Macneil/Esser, s. 20.

ortaklıklar başkalarına zarar vermeden kazanç elde etmektedirler⁴⁶⁵. Örneğin, ortaklıkların faaliyetleri nedeniyle çevresel zararların meydana gelmesi önlenerek ortaklıkların hukuki sorumluluk riskiyle karşı karşıya kalmaması engellenirken, aynı zamanda telafisi zor ve zaman alan çevresel zararlar ortaya çıkmadan önlenmektedir.

Katılımcı pay sahipliğini benimseyip halka açık anonim ortaklıkların çevresel, sosyal ve yönetsel performanslarını iyileştirmeye çalışan kolektif yatırım kuruluşlarının sayısının hızlı bir şekilde arttığı⁴⁶⁶, bununla birlikte kolektif yatırım kuruluşlarına yatırım yapan yatırımcılar arasından, yatırımla birlikte çevresel, sosyal ve yönetsel anlamda olumlu etki yaratmak isteyenlerin sayısının da gün geçtikçe arttığı çeşitli araştırmalarda belirlenmiştir⁴⁶⁷. Ayrıca kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları ortaklıklarda sürdürülebilir yatırım yapılması yönünde taleplerde bulunmasının, ortaklıkların sürdürülebilirlik performanslarını artırdığı birçok araştırmada tespit edilmişse⁴⁶⁸ de katılımcı pay sahipliğinin gerçekten uzun vadeli ekonomik bir kazanç sağlayıp sağlamadığı konusu hala kesin olarak tespit edilememiş olup, bu yöndeki araştırmalar devam etmektedir⁴⁶⁹.

6. Katılımcı Pay Sahipliğinde Kullanılan Araçlar

a- Genel Olarak

Kolektif yatırım kuruluşları, pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılırken birbirinden farklı araçlardan yararlanmaktadırlar. Tespit edebildiğimiz kadarıyla öğretilerdeki çoğunluk söz konusu araçları “hukukî düzenlenen

⁴⁶⁵ Bachmann, Gregor: *Zielsetzung und Governance von Unternehmen im Lichte der Klimaverantwortung*, ZHR 2-3/2023, s. 180-181.

⁴⁶⁶ Ringe, Sustainability, s. 20; Bowley/Hill, s. 235.

⁴⁶⁷ Ringe, Sustainability, s. 13-14.

⁴⁶⁸ Ringe, Sustainability, s. 18; Lopez-De-Silanes, Florencio/Mccahery, Joseph/Pudschiedl, Paul: *ESG Performance and Disclosure: A Cross-Country Analysis*, SJLS 2020, Vol. 2020, No. 1, s. 221.

⁴⁶⁹ Ringe, Sustainability, s. 14.

araçlar” ve “hukukî düzenlenmeyen araçlar” olmak üzere iki alt başlık altında tasnif etmektedir⁴⁷⁰.

Forstmoser ise “pay sahipliği haklarının kullanılması”, “yönetim kurulunda yer alma” ve “ortaklık yönetimiyle gayri resmî temaslar” olmak üzere üçlü bir başlık altında toplamaktadır⁴⁷¹. *Forstmoser* böyle bir ayırım yapmış olsa da esasen içerik olarak, “yönetim kurulunda yer alma” başlığı haricinde, diğer ayırım ile aralarında temel bir farklılık bulunmamaktadır. Zira “hukukî düzenlenen araçlar” “pay sahipliği haklarının kullanılmasına”; “ortaklık yönetimiyle gayri resmî temaslar” ise “hukukî düzenlenmeyen araçlara” işaret etmektedir.

Bu çalışmada katılımcı pay sahipliğinde kullanılan araçlar yönetim kurulunda yer alma, pay sahipliğinden kaynaklanan haklar ve hukukî düzenlenmemiş araçlar başlıkları altında ele alınacaktır. Belirtmek gerekir ki aşağıda yapılacak açıklamalarda katılımcı pay sahipliğinde kullanılabilecek bütün araçlar genel hatlarıyla ve bazı örnek olaylarla tanıtılacak, ancak söz konusu araçların uygulanmasında karşılaşılabilecek hukukî sınırlar çalışmamızın son bölümünde (dördüncü bölümde) detaylı bir şekilde ele alınacaktır.

b- Yönetim Kurulunda Yer Alma

Kolektif yatırım kuruluşları pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyesi olabilirler. Ancak bu ihtimal teorik olarak mümkün olsa da uygulamada birçok sorun yaratacaktır. Zira kolektif yatırım kuruluşları halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kurulu üyesi olduklarında, ortaklığa karşı sadakat ve özen yükümlülüğüne tabi olacaklardır (TTK m. 369/1). Portföy işletmeciliği faaliyeti dolayısıyla birçok ortaklıkta pay sahibi olan kolektif yatırım kuruluşlarının aynı zamanda

⁴⁷⁰ *Bassler, Moritz: Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen Inhalt und rechtliche Grenzen des institutionellen Anlegeraktivismus*, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2015, s. 121 ve s. 398; *Ringe, Stewardship*, s. 96; *Bunz*, s. 1050; *Hell*, s. 340; *İnci*, s. 109; *Schockenhoff/Culmann*, s. 299.

⁴⁷¹ *Forstmoser, Exit oder Voice*, s. 795-799.

söz konusu ortaklıklarda yönetim kurulu üyesi olmaları ise sadakat ve özen borcunun ihlaline neden olabilecektir⁴⁷².

Ayrıca kolektif yatırım kuruluşlarının yönetim kurulu üyesi olmaları, portföylerinde yer alan ve kendilerinin de yönetiminde bulunduğu halka açık anonim ortaklıkların paylarının satılması (portföyden çıkarılması) konusunda kolektif yatırım kuruluşlarının yatırım kararı verme özgürlüğünü sınırlandıracaktır⁴⁷³. Gerçekten de halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kurulu üyesinin ortaklık paylarıyla ilgili yaptığı alım satım işlemlerinin sermaye piyasası aracının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olduğu kabul edilmiş ve bu işlemler ÖDT içerisinde içsel bilgilere ilişkin esaslar başlığı altında düzenlenmiştir. Buna göre kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıklarda aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olduklarında, kuruluşlar ÖDT m. 11/2’de belirtilen yıllık toplam parasal sınırı aşan alım-satım işlemleri kamuya açıklanmak zorunda olacaktır (ÖDT m. 11).

Kolektif yatırım kuruluşları kamuya yapacakları açıklamanın yanı sıra Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği⁴⁷⁴ (VI-104.1) (PiBET) m. 4’te düzenlenen duyarlı dönemlerde işlem yapmama yükümlülüğüne tabi olacaklardır. Buna göre ihraççılar tarafından düzenlenen finansal tablo ve raporlar ile bağımsız denetim raporlarının hazırlandığı hesap döneminin bitimini izleyen günden söz konusu tablo ve raporların mevzuata uygun şekilde kamuya duyurulmasına kadar geçen süre (1. duyarlı dönem) içerisinde, yönetim kurulu üyelerinin ilgili sermaye piyasası araçlarında işlem yapmaları piyasa bozucu eylem olarak değerlendirilmektedir (PiBET m. 3/1-ç ve 4/3). Buna ek olarak PiBET 4/4’te belirtilen bilgilerin kesinleşmesinden mevzuata uygun şekilde kamuya duyurulmasına

⁴⁷² Forstmoser, Exit oder Voice, s. 798-799. Aynı yönde bkz. Heinen, s. 32-33. Ayrıca 1996 yılında yapılan bir araştırmada kolektif yatırım kuruluşlarının yaklaşık %80’inin, pay sahibi oldukları ortaklıklarda yönetim kurulu üyesi olmaya karşı çıktıkları tespit edilmiştir (Forstmoser, Exit oder Voice, s. 799; Fisch/Sepe, s. 887).

⁴⁷³ Forstmoser, Exit oder Voice, s. 798-799.

⁴⁷⁴ RG. 21.01.2014, S. 28889.

kadar geçen süre (2. duyarlı dönem) içerisinde, ortaklık yönetim kurulu üyelerinin ilgili sermaye piyasası araçlarında işlem yapmaları piyasa bozucu eylem olarak değerlendirilmektedir.

Görüldüğü üzere anılan hükümlerde iki farklı duyarlı dönem tespit edilmiş ve bu dönemlerde yönetim kurulu üyelerinin ilgili sermaye piyasası araçlarında (örneğin ortaklık paylarında) işlem yapamayacakları, diğer bir ifadeyle alım ve satım yapamayacakları, aksi hâlde yaptıkları işlemin piyasa bozucu eylem olarak nitelendirileceği kabul edilmiştir. Böyle bir durumda SPK tarafından idari para cezası verilmektedir (SPKn m. 104/1). Bu durum karşısında halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kurulu üyesi olan kolektif yatırım kuruluşları duyarlı dönemlerde yönetim kurulu üyesi oldukları ortaklıkların sermaye piyasası araçlarında alım ve satım işlemi yapamayacaklardır. Başka bir deyişle, kolektif yatırım kuruluşlarının yatırım kararı verme özgürlükleri anılan dönemler için sınırlanacaktır.

Ayrıca kolektif yatırım kuruluşları halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kurulu üyesi olduklarında Yöneticilerin Net Alım Satım Kazançlarını İhraççılara Ödemeleri Hakkında Tebliğ⁴⁷⁵ (VI-103.1) (YKİÖHT) hükümlerine tabi olacaklardır. Anılan tebliğ halka açık anonim ortaklıklarda, ortaklığın içsel bilgilerine konumları gereği daha erken ve daha kolay erişimi olanlarla bu bilgilere kamuya duyurulduktan sonra ulaşabilen yatırımcılar arasındaki fırsat eşitsizliğinin ortadan kaldırmayı amaçlamaktadır (YKİÖHT m. 1/1). Buna göre ortaklıkların yöneticileri, herhangi bir altı aylık dönem içerisinde ilgili sermaye piyasası araçlarında (örneğin ortaklık paylarında) gerçekleştirdikleri alım ve satım veya satım ve alım işlemlerinden kazanç elde etmeleri durumunda söz konusu net kazancı⁴⁷⁶, elde edilmesinden itibaren otuz gün içerisinde ortaklığa ödemekle

⁴⁷⁵ RG. 12.12.2013, S. 28849.

⁴⁷⁶ Net kazanç, alım satım işlemleri sonucunda elde edilen kazançtan gerçekleştirilen işlemler için ödenen aracılık komisyonları ve işlem vergileri düşülerek ulaşılan tutarı ifade etmektedir (bkz. YKİÖHT m. 4/1-h).

yükümlüdürler⁴⁷⁷ (YKİÖHT m. 5/1). Aksi hâlde SPKr, anılan menfaatin iki katı tutarında idari para cezası vermektedir (SPKn m. 103/4; YKİÖHT m. 5/2). Bu durumda, kolektif yatırım kuruluşları pay sahibi oldukları ortaklıklarda yönetim kurulu üyesi olduklarında, altı ay veya daha kısa sürede ortaklık paylarında al-sat işlemi yaparak kazanç elde ettiklerinde, söz konusu kazancı ortaklığa iade edeceklerdir. Bu durum da kolektif yatırım kuruluşlarının yatırım kararı verme özgürlüklerini sınırlandırmaktadır.

Kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklıkların yönetim kurulunda yer alması konusu hem öğretilerde çoğunluk tarafından desteklenmediğinden hem de yukarıda izah edilen gerekçelerden dolayı daha fazla ele alınmayacaktır. Nitekim emeklilik yatırım fonları bakımından fonların paylarını satın aldıkları ortaklıkların yönetimlerinde temsil edilemeyeceği açıkça ifade edilmiştir (EmekYFY m. 22-1/1). Eklemek gerekir ki kolektif yatırım kuruluşları halka açık anonim ortaklıkların yönetim kurullarında bizzat yer almasalar da aşağıda açıklanacağı üzere ortaklıkların yönetim kurulu üyelerinin seçilmesinde veya görevden alınmasında farklı biçimlerde etkili olabilmektedirler.

c- Pay Sahipliğinden Kaynaklanan Haklar

i- Giriş

Pay sahipliği hakları, değişik açılardan sınıflandırılmakla⁴⁷⁸ birlikte, konusu bakımından mali haklar (*financial rights/die Vermögensrechte*) ve idari haklar (*administrative rights/die Verwaltungsrechte*) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır⁴⁷⁹. İdari haklar, ortaklığa sermaye getirerek risk alan pay sahiplerinin korunması ve ortaklık yönetimine katılmaları için verilmektedir⁴⁸⁰. Örneğin, pay sahiplerinin anonim ortaklığa

⁴⁷⁷ Söz konusu yükümlülük tüzel kişi veya tüzel kişileri temsilen atanan yöneticiler için de uygulanmaktadır (bkz. YKİÖHT m. 5/3).

⁴⁷⁸ Sınıflandırmalar için bkz. *von der Crone*, s. 369-371; *Böckli*, Aktienrecht, s. 49, Rn. 90; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, s. 474-475.

⁴⁷⁹ *Bassler*, s. 122; Konularına göre pay sahipliği hakları için bkz. *Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)*, Ortaklıklar Hukuku I, s. 686-687.

⁴⁸⁰ *Bassler*, s. 122.

getirdikleri sermayeyle (üstlendikleri riskle) orantılı olarak oy hakkına sahip olmaları bu durumun görünüş biçimlerinden biridir⁴⁸¹.

İdari haklar ortaklığın yönetimi üzerinde doğrudan bir etkiye sahip olmasa da pay sahiplerine ortaklıkların yönetimine dolaylı olarak katılmalarında birçok fırsat sunmaktadır⁴⁸². İdari hakların kullanılması zorunlu değildir, ancak kolektif yatırım kuruluşları katılımcı pay sahipliği kapsamında hem halka açık anonim ortaklıkların daha iyi yönetilmesi hem de kendilerine yatırım yapan yatırımcıların menfaatlerinin korunması bakımından gerekli olduğu durumlarda söz konusu hakları kullanmaktadırlar⁴⁸³.

Pay sahipleri ortaklık işlerine ilişkin haklarını kural olarak genel kurulda kullanmaktadırlar (TTK m. 407/1). Anonim ortaklığa ilişkin bazı kararların genel kurulda alınması zorunlu olduğu için⁴⁸⁴ pay sahipleri genel kurullar üzerinden anonim ortaklıkların yönetiminde etkili olmaktadır.

ii- Oy Hakkı

Katılımcı pay sahipliği kapsamında, kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklık genel kurullarında kullanabilecekleri idari haklardan en önemlisi oy hakkıdır; çünkü pay sahiplerinin ortaklık yönetimine katılımları oy kullanımıyla birlikte görünür hâle gelmektedir⁴⁸⁵. Gerçekten de anonim ortaklık paylarının uzun vadeli bir sermaye piyasası aracı olduğu ve bu yüzden pay sahiplerine, diğer sermaye piyasası araçları sahiplerinden farklı olarak, anonim ortaklıkların yönetiminde ve ortaklık stratejisinin belirlenmesinde

⁴⁸¹ Bassler, s. 199; Ringe, Hedge Funds, s. 1032-1033; von der Crone, s. 368, Rn. 760.

⁴⁸² Heinen, s. 30; Albath, s. 168; Nicolai, Alexander/Thomas, Thomas: *Investoren-Aktivismus – Ursachen und Auswirkungen*, WiSt 1/2004, s. 22; Thaeter, Ralf/Guski, Roman: *Shareholder Activism: Gesellschaftsrechtliche Schranken aktiven Aktionärsverhaltens*, AG 9/2007, s. 302.

⁴⁸³ Bassler, s. 122.

⁴⁸⁴ Örneğin bkz. TTK m. 408.

⁴⁸⁵ Birkmose, Hanne: *You can Lead a Horse to Water, But can You Make it Drink? Institutional Shareholders and Corporate Voting*, UBLR 2009, Vol. 20, No. 5, s. 718; Bassler, s. 199; Thaeter/Guski, s. 302; Hell, s. 340; Benicke, s. 893-894; Böckli, Aktienrecht, s. 1111, Rn. 245.

kullanılmak üzere oy hakkı tanındığı ifade edilmektedir⁴⁸⁶. Pay sahipleri, ortaklıkların genel kurullarında müzakere edilen gündem maddelerinin kabul edilmesi veya reddedilmesi yönündeki iradelerini oy haklarını kullanarak açıklamakta ve ortaklık genel kurullarında alınacak kararların belirlenmesinde etkili olmaktadır⁴⁸⁷.

Oy hakkı, aksi esas sözleşmede öngörülmedikçe payların toplam itibarî değeriyle orantılı olarak kullanıldığından (TTK m. 434/1), pay sahiplerinin oy haklarını kullanarak ortaklıkların yönetiminde etkili olabilmeleri sahip oldukları pay miktarına bağlıdır. Kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık ortaklıklarda edinebilecekleri pay miktarı bakımından bazı üst sınırlar bulunsa⁴⁸⁸ da birden fazla kolektif yatırım kuruluşunun aynı ortaklıkta pay sahibi olması oy haklarının etkin bir biçimde kullanılmasına imkân tanımaktadır⁴⁸⁹. Hatta birden fazla kolektif yatırım kuruluşunun ortaklık genel kurullarında birlikte hareket etmesinin, farklı bakış açılarına ve bilgilere sahip kolektif yatırım kuruluş temsilcilerini bir araya getireceği ve bu durumun ortaklığın geleceğini olumlu bir biçimde etkileyeceği ifade edilmektedir⁴⁹⁰.

Genel kurulun devredilemez görev ve yetkileri arasında bulunan yönetim kurulu üyelerinin seçilmesi ve görevden alınması (TTK m. 408/2), katılımcı pay sahiplerinin oy haklarını kullanmalarında büyük bir önem arz etmektedir⁴⁹¹. Zira anonim ortaklıkları

⁴⁸⁶ Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu, s. 46.

⁴⁸⁷ Bassler, s. 199.

⁴⁸⁸ Bkz. Birinci Bölüm, III, B.

⁴⁸⁹ Birkmose, Voting, s. 718; Faure, s. 105.

⁴⁹⁰ Faure, s. 105-106. Katılımcı pay sahipliğiyle birlikte, Almanya'daki halka açık ortaklıkların genel kurullarına katılımların %45'lerden %60'lara yaklaştığı, ancak bu oranın İngiltere ve Fransa gibi ülkelere kıyasla hala geride olduğu belirtilmektedir (Bassler, s. 224-225; Zubrod, s. 15; Ringe, Stewardship, s. 97). Türkiye'de BIST 30'da yer alan ortaklıkların 2024 yılında yaptıkları genel kurul toplantılarının hazırlan listelerini incelediğimizde, toplantıda hazır bulunanların toplam paylarını ortaklıkların sermayesine oranladığımızda sonuçların düşük olmadığını belirtmeliyiz. Gerçekten de BIST 30'daki ortaklıklarda pay sahiplerinin genel kurula katılım oranı ortalama %70,05'dir (BIST 30'da yer alan ortaklıkların genel kurul toplantılarına katılanların listeleri için bkz. <https://www.kap.org.tr/tr/>). Eklemek gerekir ki söz konusu ortaklıkların paylarının ortalama fiili dolaşım oranı ise %39,96'dır (BIST 30'da yer alan ortaklıkların fiili dolaşım oranları hakkında bkz. <https://www.vap.org.tr/fiili-dolasim-raporu>).

⁴⁹¹ Schaefer, Hans: *Shareholder Activism und Corporate Governance*, NZG 23/2007, s. 900; Bebchuk, Lucian: *The Case for Increasing Shareholder Power*, HLR 2005, Vol. 118, No. 3, s. 851. Nitekim

yönetme yetkisini haiz olan yönetim kurulunun üye yapısının kural olarak genel kurul tarafından belirlenmesi, dolaylı olarak ortaklığın yönetiminde izlenen politikayı etkilemektedir⁴⁹². Seçme ve azletme yetkisine sahip olan genel kurul -her zaman kullanmasa bile- son sözü söyleme yetkisine sahiptir⁴⁹³.

Örneğin Almanya’da 2016 yılında, *Active Ownership Capital* pay sahibi olduğu *STADA Arzneimittel AG*’nin rakiplerine kıyasla daha iyi ürünler üretmesine rağmen, ortaklığın kârlılığının düşük kaldığını, bu durumun ortaklığın yönetimindeki aksaklıklardan ve kurumsal yönetim mekanizmasının iyi işletilmemesinden kaynaklandığını, ortaklık gözetim kurulunun (*supervisory board/Aufsichtsrat*) ortaklık yönetim kurulunu (*board of directors/Vorstand*) gözetmekte yetersiz kaldığını belirterek ortaklık gözetim kurulundaki üyelerin değiştirilmesini önermiştir. *Active Ownership Capital* tarafından önerilen adayların tamamı gözetim kuruluna seçilemese de söz konusu kısmi başarı ve öncesinde ortaklık yönetimiyle yaşanan süreç, ortaklık yönetiminin yeniden düzenlenmesine yol açan bir dinamiği harekete geçirmiştir. Nitekim *Active Ownership Capital*’in ortaklık gözetim kurulu üyelerinin değiştirilmesi yönündeki teklifi karşısında ortaklık yönetimi bir takım iyileştirici tedbirler hazırlamak ve pay sahiplerine sunmak zorunda kalmıştır⁴⁹⁴.

ABD’de 2007 ila 2020 yılları arasında gerçekleşen olağan genel kurul toplantılarında yöneticilerin seçimlerine ilişkin gündem maddesinde kullanılan oylara ilişkin olarak yapılan bir araştırmada, aktif pay sahipliği yaklaşımı izleyen yatırım fonlarının ortaklıkların yönetici seçimlerinde olumsuz oy kullanmalarının pasif pay sahipliği yaklaşımı izleyen yatırım fonlarının olumsuz oy kullanmalarına kıyasla daha etkili olduğu, aktif yatırım fonlarının olumsuz oy kullandıkları yönetim kurulu üyelerinin, pasif yatırım fonlarının olumsuz oy kullandıkları yönetim kurulu üyelerine kıyasla daha düşük süre görevde kaldıkları tespit edilmiştir (*Heath, Davidson/Huang, Da/Shu, Chong: All Shareholder Votes Are Not Created Equal*, ECGI 2025, Working Paper No: 1053/2025, s. 2 ve 6).

⁴⁹² Heuser, s. 80-81; Lopucki, Lynn: *Repurposing the Corporation Through Stakeholder Markets*, UCDLR 2022, Vol. 55, No. 3, s. 1507-1508.

⁴⁹³ von der Crone, s. 425, Rn. 915.

⁴⁹⁴ Söz konusu bilgiler “STADA’da davul sesi: Gözetim kurulu başkanı gitmeli - Oetker yeni başkan - Hisse zayıflıyor” (“*Paukenschlag bei STADA: Aufsichtsratschef muss gehen - Oetker neuer Oberaufseher - Aktie schwächelt*”) başlığı altında bir internet sitesinde haber olarak yayımlanmıştır (Söz konusu habere erişim için bkz. <https://www.finanzen.net/nachricht/aktien/aoc-setzt-sich-durch-paukenschlag-bei-stada-aufsichtsratschef-muss-gehen-oetker-neuer-oberaufseher-aktie-schwaecheelt-5053627>).

Benzer şekilde 2017 yılında ABD’deki bir yatırım fonu, portföylerinde yer alan halka açık ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri arasında kadın üye bulunmadığı takdirde, erkek üye adayların seçiminde ret oyu kullanacaklarını açıklamış ve sonrasında portföylerinde bulunan 476 ortaklığın 400’ünde, yönetim kurulu üyelerinin tamamı erkek üyeden oluştuğu için yönetim kurulu üyelerinin seçimine ilişkin genel kurul oylamasında erkek üyelerin seçiminde ret oyu kullanmıştır. Söz konusu yatırım fonunun bu davranışı 300 ortaklık üzerinde etkili olmuş ve bu ortaklıklar 2018 yılında en az bir kadın yönetim kurulu üyesi atamışlardır⁴⁹⁵.

Keza 2020 yılında ABD’deki bir yatırım fonu, petrol üretimi ve dağıtımı faaliyetinde bulunan *ExxonMobil Corporation*’dan, ortaklık faaliyetlerinde temiz enerji sürecine geçmelerini talep etmiş, ancak bu talepleri karşılık bulamayınca, 2021 yılında ortaklık genel kurulunda diğer pay sahiplerinin desteğini alarak, kendilerinin önerdiği üç adayın yönetim kurulu üyeliğine seçilmesini sağlamış ve ortaklık yönetimini değiştirmişlerdir⁴⁹⁶. Son iki örnekte katılımcı pay sahipliğinin çevresel, sosyal ve yönetsel boyutu belirginleşmektedir. Ortaklık yönetim kurulunda kadın üye sayısına dikkat edilmesi yönetsel faktöre, ortaklık faaliyetlerinde temiz enerji sürecine geçilmesi çevresel faktöre ilişkindir.

Yönetim kurulu üyelerinin değiştirilmesi katılımcı pay sahipliği bakımından son çare (*ultima ratio*) olarak kullanılmalıdır. Zira katılımcı pay sahipliğinde, aktivist pay sahipliğindeki uygulamanın aksine, kolektif yatırım kuruluşları ortaklığın iyi yönetilmesi ve gözetilmesi için ortaklık yönetimiyle sürekli diyalog hâlinedir ve sunduğu tavsiyelerle ortaklık yönetimine yardımcı olmaya çalışmaktadır. Bu yüzden kolektif yatırım kuruluşları yönetim kurulu üyelerinin değiştirilmesini denemeden önce, ortaklık yönetiminde gördüğü aksaklıkları ve buna karşı varsa önerilerini yönetim kuruluna

⁴⁹⁵ Ringe, Sustainability, s. 7.

⁴⁹⁶ Ringe, Sustainability, s. 22-23.

iletmesi, ancak buna rağmen yönetim politikasında bir değişiklik meydana gelmez ise yönetim kurulu üyelerinde değişiklik yapılmasını istemelidir. Böylelikle yöneticiler ile pay sahipleri arasında meydana gelebilecek çatışmalardan kaçınılmakta ve mevcut yöneticilere son bir fırsat verilmektedir⁴⁹⁷.

Yönetim kurulu üyelerinin seçimi ve görevden alınması kadar, üyelerin ibrası da genel kurulun devredilemez görev ve yetkileri arasında bulunan önemli konulardan bir diğeridir (TTK m. 408/2). İbra, menfi borç ikrarı niteliğindedir; yöneticilerin faaliyetlerinin ilgili faaliyet döneminde hukuka ve ortaklığın çıkarına uygun olduğuna yönelik bir irade açıklamasıdır⁴⁹⁸. Pay sahipleri ibra kararıyla ortaklık yönetiminin geçmiş eylemlerini onaylamakta ve gelecekteki eylemlere olan güvenlerini ifade etmektedirler. Genel kurulun yönetim kurulu hakkında ibra kararı almaması ise ortaklık yönetiminin itibarı açısından önem taşımaktadır⁴⁹⁹. Özellikle halka açık ortaklıklarda yöneticilerin ibra edilmemesi kamuoyunun ve medyanın ilgisini çekmekte ve dolayısıyla yönetim kurulu üzerinde psikolojik bir baskıya neden olmaktadır⁵⁰⁰.

Kolektif yatırım kuruluşları, anonim ortaklıklarda yönetimin ibrasına ilişkin oylamada olumsuz oy kullanarak, yönetimdeki memnuniyetsizliklerini ifade edebilmektedirler⁵⁰¹. Örneğin Almanya'da faaliyette bulunan *Bayer AG*'nin 2019 yılındaki genel kurulunda yönetim kurulu üyeleri, ücretlendirme politikasının şeffaf olmaması, yönetim kuruluna verilen sermaye artırımını yetkisinde boşluklar bulunması, ortaklık gözetim kurulu üyelerinin bağımsızlıklarına ilişkin birtakım şüphelerin bulunması gerekçesiyle kolektif yatırım kuruluşları ve diğer pay sahipleri tarafından

⁴⁹⁷ *Bebchuk*, Shareholder Power, s. 851.

⁴⁹⁸ *Aytaç, Zühtü: Anonim Ortaklıklarda İbra*, Ankara: Sevinç Matbaası, 1982, s. 15-16.

⁴⁹⁹ *Drinhausen*, Florian: *Aktiengesetz Kommentar* (Hrsg. *Hölter*, Wolfgang/*Weber*, Markus), Aufl. 4, München: Verlag C. H. Beck/Vahlen, 2022, § 120 Rn. 5.

⁵⁰⁰ *Drinhausen*, § 120 Rn. 5.

⁵⁰¹ *Heuser*, s. 81-82.

(%55 oy ile) ibraları reddedilmiştir⁵⁰². Başka bir örnekte ise Almanya’da faaliyet gösteren *SAP SE (Systemanalyse und Programmentwicklung Societas Europaea)* ortaklığının 2017 yılındaki genel kurulunda kolektif yatırım kuruluşlarının da içerisinde bulunduğu pay sahiplerinin bir kısmının yöneticilerin ibrasında olumsuz oy kullanmaları, yöneticiler hakkında ibra kararı alınmasını engelleyemese de bu durum yöneticiler tarafından dikkate alınmış ve sonrasında ortaklık yönetimi yöneticilerin ücretlendirilmesine ilişkin teşvik yapısını değiştirmiş ve ücretlendirme sistemini daha şeffaf bir hâle getirmiştir⁵⁰³.

Kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık ortaklıkların yöneticilerinin ibra edilmesinde olumsuz oy kullanmaları, piyasalar tarafından negatif bir sinyal olarak kabul edilebilmektedir. Bu yüzden mevcut pay sahipleri ortaklıktan ayrılmakta ve diğer yatırımcılar söz konusu ortaklıkta pay sahibi olmak istememektedirler. Ortaklık yönetiminin ibrasında olumsuz oy kullanılması ortaklık paylarının borsa değerinin düşmesi tehlikesini de içinde barındırdığından tıpkı yönetim kurulu üyelerinin görevden alınması konusunda olduğu gibi, diğer yöntemlerden herhangi bir sonuç alınamadığında son çare olarak kullanılmalıdır⁵⁰⁴.

iii- Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı

Kolektif yatırım kuruluşları katılımcı pay sahipliği kapsamında bilgi alma hakkından da yararlanmaktadırlar⁵⁰⁵. Genel kurulun fonksiyonunu yerine getirmesi için öncelikle pay sahiplerinin bilgilendirilmesi, daha sonra pay sahiplerinin birbirleriyle ve yönetimle iletişim kurması ve son olarak da iyi hazırlanmış bir genel kurul kararı alınması gerekmektedir⁵⁰⁶. Pay sahipleri genel kurulda, yönetim kurulundan, ortaklığın işleri

⁵⁰² Ringe, Stewardship, s. 97.

⁵⁰³ Ringe, Stewardship, s. 97.

⁵⁰⁴ Brass, Stefan: *Hedgefonds als aktive Investoren rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*, Frankfurt am Main: Peter Lang GmbH, 2010, s. 63.

⁵⁰⁵ Hell, s. 340; Klöhn, s. 216.

⁵⁰⁶ Noack, Ulrich/Zetzsche, Dirk Andreas: *(Virtuelle) Hauptversammlung mit und nach Corona Überlegungen zur modernen Aktionärsteilnahme*, AG 19/2020, s. 725. Bu yönüyle pay sahiplerinin idari

hakkında bilgi istediklerinde ortaklığın finansal ve kârlılık durumu, ortaklığın organizasyonunu etkileyen koşullar, ortaklığın genel işletme politikası, müşteri ilişkileri ve tedarikçi ilişkileri gibi konularda bilgi edinmektedirler⁵⁰⁷. Ayrıca ortaklıklar topluluğu ilişkisi içerisinde yer alan bağlı ortaklıklar için de bilgi alma hakkı kullanılabilir (TTK m. 200 ve 437/2).

Bilgi alma hakkı, etkin bir kurumsal yönetimin vazgeçilmez gerekliliklerinden biridir⁵⁰⁸. Zira bilgi alma hakkı kolektif yatırım kuruluşlarının genel kurullarda oy hakkı gibi pay sahipliği haklarını etkili bir biçimde kullanabilmeleri için gerekli bilgiye ulaşmalarını sağlamaktadır⁵⁰⁹. Yeterince bilgilendirilmemiş kolektif yatırım kuruluşları, pay sahipliği haklarını kullanarak ortaklığın kontrolüne katkıda bulunamazlar⁵¹⁰. Bilgi alma hakkı pay sahiplerinin haklarını kullanmalarının yanı sıra ortaklık yöneticilerinin yolsuz davranışlarının önlenmesinde veya bunlara karşı özel denetim isteme hakkı gibi koruyucu önlemlerin harekete geçirilmesini sağlamada yardımcı olmaktadır⁵¹¹. Gerçekten de bilgi alma hakkı yöneticilerin pay sahiplerine hesap vermesini sağlamaktadır⁵¹². Dolayısıyla, bilgi alma hakkı kolektif yatırım kuruluşlarına bir hak sunuyorken, yönetim kurulu bakımından kural olarak bilgi verme yükümlülüğü getirmektedir⁵¹³.

hakları arasında fonksiyonel bir bağlantı olduğu belirtilmektedir (*Böckli*, Aktienrecht, s. 1112, Rn. 247).

⁵⁰⁷ *Bassler*, s. 145; *Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)*, Ortaklıklar Hukuku II, s. 60.

⁵⁰⁸ *Klöhn*, s. 216.

⁵⁰⁹ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, s. 502, Rn. 146; *Bassler*, s. 144; *Heinen*, s. 36; *Albath*, s. 169; *Kunz, Peter: Berner Kommentar Das Aktienrecht - Kommentar der ersten Stunde* (Hrsg. Müller, Christoph/Nobel, Peter), Bern: Stämpfli Verlag AG, 2023, s. 333, Rn. 3.

⁵¹⁰ *von der Crone*, s. 374, Rn. 779.

⁵¹¹ *Kaya, Arslan: Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2001, s. 14-15; *Üçışık, Güzin/Çelik, Aydın: Anonim Ortaklıklar Hukuku*, C. 2, İstanbul: Adalet Yayınevi, 2022, s. 331.

⁵¹² *Bassler*, s. 144; *von der Crone*, s. 374, Rn. 779. Yöneticilerin pay sahiplerine hesap vermesi, pay sahiplerine kontrol ve koruma sağlamaktadır (*Kaya*, s. 24).

⁵¹³ *Albath*, s. 169.

Yönetim kurulu tarafından verilen bilgiler hesap verme ve dürüstlük ilkeleri bakımından özenli ve gerçeğe uygun olmalıdır (TTK m. 437/2). Yöneticiler, kolektif yatırım kuruluşları tarafından bilgi talep edildiğinde konunun önem derecesi veya kolektif yatırım kuruluşlarının sahip oldukları pay miktarı bakımından herhangi bir ayırım yapmadan ilgili konuyla ilgili bilgi vermelidir⁵¹⁴. Pay sahibinin bilgi alma hakkının kanunen izin verilen ölçü dışında sınırlandıran genel kurul veya yönetim kurulu kararlarının batıl olması (TTK m. 447/1-b ve 391/1-c), kanun koyucunun bilgi alma hakkına verdiği önemi göstermektedir⁵¹⁵.

Öğretide, katılımcı pay sahipliği bakımından kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklık yöneticileriyle genel kurul dışında bire bir görüşmeler yaparak⁵¹⁶ bilgi almayı tercih ettikleri, genel kurul içinde bilgi alma hakkının bu yönüyle ikincil planda kaldığı ifade edilmektedir⁵¹⁷. Nitekim Almanya’da yapılan çeşitli araştırmalarda kolektif yatırım kuruluşlarının, ortaklık genel kurullarında bilgi alma hakkını çoğunlukla kullanmadıkları tespit edilmiştir⁵¹⁸. Almanya’da kolektif yatırım kuruluşlarının genel kurulda bilgi alma hakkını kullanmayı tercih etmemelerinin nedeni, bilgi alma hakkının kullanılmasının genel kurul gündem maddesinin doğru bir şekilde değerlendirilmesi için gerekli olması koşuluna bağlı tutulmasıdır [*Aktiengesetz*⁵¹⁹ (*AktG*) § 131/1]. Bu yüzden bilgi alma hakkı kolektif yatırım kuruluşlarının toplantı gündemi dışındaki konularda bilgi edinmesine olanak sağlamamaktadır⁵²⁰. Keza İsviçre hukukunda da bilgi alma hakkı, gündemle sınırlı

⁵¹⁴ Bassler, s. 160; Schäfer, Carsten: *Rechte und Pflichten des privaten Großaktionärs*, ZHR 2-3/2021, s. 230.

⁵¹⁵ von der Crone, s. 374, Rn. 779; Forstmoser, Peter: *Informations- und Meinungsäusserungsrechte des Aktionärs*, Rechtsfragen um die Generalversammlung (Hrsg. Druey, Jean/Forstmoser, Peter), Zurich: Schulthess Juristische Medien, 1997, s. 109.

⁵¹⁶ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, d, i.

⁵¹⁷ Heuser, s. 54; Bassler, s. 161.

⁵¹⁸ Bassler, s. 197-198.

⁵¹⁹ <https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/index.html>.

⁵²⁰ Heinen, s. 36. Bu durum, kolektif yatırım kuruluşlarını daha fazla bilgi edinmek için kendi araştırmalarını yapmaya zorladığı için ek bir maliyet yaratmaktadır (Heinen, s. 36; Klöhn, s. 220).

tutulmamış⁵²¹, ancak pay sahipliği haklarının kullanılabilmesi için gerekli olma koşuluna bağlı tutulmuştur [*Obligationenrecht*⁵²² (OR) m. 697/4]. Türk hukukunda ise bilgi alma hakkı pay sahipliği haklarının kullanılmasının tehlikeye sokulmaması için gereklilik kriterine bağlı tutulmamıştır⁵²³. Kanun koyucuların bilgi alma hakkının kullanılmasına ilişkin farklı yaklaşımlar benimsemeleri, -anlamsız veya kötü niyetli soruların⁵²⁴ önüne geçilerek- ortaklık genel kurullarının etkin ve verimli bir şekilde yürütülmesi ile pay sahiplerinin haklarının kullanılması arasında bir denge sağlamaya çalışmalarından kaynaklanmaktadır⁵²⁵.

Kolektif yatırım kuruluşları bilgi alma hakkının yanı sıra inceleme hakkına da sahiptirler. Bilgi alma hakkı ve inceleme hakkı arasında herhangi bir hiyerarşi bulunmamaktadır. İki hak birbirinden ayrı olarak kullanılabilmektedir⁵²⁶. Kolektif yatırım kuruluşları gerekli gördükleri takdirde inceleme hakkını kullanmaktadırlar. Bu kapsamda ortaklık ticari defterlerinin ve yazışmalarının kolektif yatırım kuruluşunun sorusuyla ilgili kısımlarının incelenebilmesi için, genel kurulun açık izni veya yönetim kurulunun bu hususta kararı gerekmektedir. İzin alındığı takdirde inceleme bir uzman aracılığıyla da yapılabilmektedir (TTK m. 437/4). İnceleme hakkı İsviçre hukukunda azınlık hakkı olarak düzenlenmişken (OR m. 697a/1), Türk hukukunda bireysel hak kapsamında yer alması, inceleme hakkının Türk hukukuna tabi halka açık anonim ortaklıklarda kullanılmasını kolaylaştırmaktadır. Zira bir hakkın kullanılmasını ortaklık sermayesinin

⁵²¹ Kunz, s. 346, Rn. 41.

⁵²² https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/27/317_321_377/de.

⁵²³ TTK m. 437/2'nin gerekçesi. Gereklilik kriteri hakkında bkz. Karasu, Rauf: Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, Batider 2005, C. 23, S. 2, s. 87-88.

⁵²⁴ Örneğin, ortaklık yönetimine muhalif olan bazı yatırımcılar genel kurul kararlarının hükümsüzlüğünü iddia etmek için, ortaklık genel kurullarında sıklıkla soru sorma hakkını kullanarak ortaklık yöneticilerini kışkırtmaya ve hatalar yapmaya yönlendirmektedirler (Bassler, s. 197).

⁵²⁵ Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, s. 505, Rn. 172; Albath, s. 170; Heinen, s. 36; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar Hukuku II, s. 59.

⁵²⁶ Kunz, s. 349, Rn. 49.

belli bir yüzdesine sahip olma koşuluna bağlamak, büyük sermayeli halka açık anonim ortaklıklarda o hakkı kullanılamaz duruma getirmektedir⁵²⁷.

iv- Konuşma Hakkı

Konuşma hakkı, TTK'da açıkça düzenlenmemiş olsa da öğreti tarafından kabul edilmekte ve konuşma hakkının, pay sahiplerinin ortaklık işlerine ilişkin haklarını kural olarak genel kurulda kullanacaklarını düzenleyen hükümden (TTK m. 407/1) kaynaklandığı ifade edilmektedir⁵²⁸. Her pay sahibi konuşma hakkını bilgi alma hakkı ve oy verme hakkından bağımsız bir biçimde kullanabilmektedir⁵²⁹.

Kolektif yatırım kuruluşları, konuşma hakkını yalnızca genel kurul toplantı gündeminde yer alan konular hakkında kullanmak zorunda değildirler. Ortaklıkla ilgili olduğu sürece genel açıklamaların yapılması da mümkündür⁵³⁰. Kolektif yatırım kuruluşları konuşma hakkını kullanarak kendi düşüncelerini ve bilgilerini genel kurulda paylaşmaktadırlar⁵³¹. Kolektif yatırım kuruluşları konuşma hakkını kullandıklarında ortaklık yönetimi ve diğer pay sahipleriyle iletişim kurarken, aynı zamanda ortaklık yönetimiyle ilgili görüşlerini ve önerilerini açıklayarak yöneticilerin ve diğer pay sahiplerinin ortaklık işleriyle ilgili düşüncelerini etkileyebilmektedirler⁵³². Böylelikle diğer pay sahipleri kolektif yatırım kuruluşlarının paylaştığı bilgileri ve açıklamaları

⁵²⁷ Tekinalp, Yönetime Katılma Sorunları, s. 37.

⁵²⁸ TTK m. 407/1'in gerekçesi; *Albath*, s. 168; *Bassler*, s. 144; *Heinen*, s. 40. Ayrıca bkz. TTK m. 1527/5; AktG § 130a ve § 131/2.

⁵²⁹ *Albath*, s. 168.

⁵³⁰ *Forstmoser*, Informations- und Meinungsäusserungsrechte des Aktionärs, s. 124; *Albath*, s. 168; *Kubis*, Dietmar: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz* (Hrsg. Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne), Aufl. 6, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2024, § 118 Rn. 80.

⁵³¹ *Bassler*, s. 144-145.

⁵³² *Heinen*, s. 41; *Döpfner*, s. 40; *Albath*, s. 174; *Bowley*, Tim/Hill, Jennifer/Kourabas, Steve: *Shareholder Engagement Inside and Outside the Shareholder Meeting*, ECGI 2023, Working Paper No: 709/2023, s. 10. Katılımcı pay sahipliğinden önce Almanya'da 1997 yılında yapılan bir araştırmada kolektif yatırım kuruluşlarının %78'inin konuşma hakkını kullanmadığı tespit edilmiştir (*Bassler*, s. 198).

dinledikten sonra oy hakkı gibi pay sahipliği haklarını kullanmaktadırlar⁵³³. Ayrıca kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklığın geleceğiyle ilgili önemli açıklamalar yapması, birtakım öneriler sunması, yeni tartışma konularını gündeme getirmesi halka açık ortaklıkların genel kurullarında yapılan konuşmaların ve tartışmaların kalitesinin yetersiz olduğu iddiasına⁵³⁴ da bir çözüm getirmektedir.

v- Çağrı Hakkı

Halka açık anonim ortaklıklarda sermayenin yirmide birini oluşturan pay sahipleri yönetim kurulundan noter aracılığıyla genel kurul toplantıya çağırmasını isteyebilirler (TTK m. 411/1). Çağrı hakkı, yukarıda izah edilen oy hakkı, bilgi alma hakkı ve konuşma hakkından farklı olarak bireysel bir hak değil, azınlık hakkı olarak düzenlenmiştir. Bu yüzden kolektif yatırım kuruluşlarının genel kurul toplantısı çağırısı yapabilmesi için tek başlarına veya çağrıda bulunmak isteyen diğer pay sahipleriyle birlikte -esas sözleşmede daha düşük bir oran belirtilmemişse- ortaklık sermayesinin en az yirmide birine sahip olmaları gerekmektedir.

Kolektif yatırım kuruluşları çağrı hakkını kullanmak için yönetim kuruluna başvururken gerektirici sebepleri ve gündemi belirtmelidirler (TTK m. 411/1). Çağrı hakkını kullanan kolektif yatırım kuruluşlarının gündem maddeleri genellikle özel denetim isteme hakkının kullanılması⁵³⁵, yönetim kurulu üyelerinin görevden alınması veya esas sözleşmenin değiştirilmesi olmaktadır⁵³⁶. Örneğin, yukarıda oy hakkı başlığı altında açıkladığımız⁵³⁷ *Active Ownership Capital-STADA Arzneimittel AG* olayında,

⁵³³ Kırca, İsmail/Şehirli Çelik, Feyzan Hayal/Manavgat, Çağlar: *Anonim Şirketler Hukuku, Cilt: 2/1, Genel Kurul*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2024, s. 456.

⁵³⁴ Kubis, § 118 Rn. 27; Klöhn, s. 217.

⁵³⁵ Belirtmek gerekir ki Türk hukukunda pay sahipleri gündemde yer almasa bile özel denetim isteme hakkının kullanabilmektedirler (bkz. TTK m. 438/1).

⁵³⁶ Graßl/Nikoleyczik, s. 52.

⁵³⁷ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, c, ii.

Active Ownership Capital ortaklık gözetim kurulu üyesinin değiştirilmesi gündemiyle ortaklık genel kurulunu olağanüstü toplantıya çağırmıştır⁵³⁸.

Çağrı hakkı, katılımcı pay sahipliği bakımından önem arz etmektedir. Zira istisnai durumlar haricinde (TTK m. 410/1, 2. c. ve 410/2) genel kurulu toplantıya çağırmaya yönetim kurulu yetkilidir (TTK m. 410/1, 1. c.). Yönetim kurulu genel kurulu toplantıya çağırmadığı takdirde pay sahipleri idari haklarını kullanmaktan mahrum kalmaktadırlar (TTK m. 407/1). Ayrıca kolektif yatırım kuruluşlarının olağan genel kurul toplantılarını bekleyemeyecekleri durumlar meydana gelebilmektedir. Örneğin ortaklık yöneticileri ortaklığın geleceğini olumsuz etkileyecek bazı tedbirler almak üzereyken, katılımcı pay sahiplerinin bu tedbirlere karşı hızlı bir şekilde tepki vermesi gerekebilir⁵³⁹. Nitekim pay sahiplerinin çağrısıyla yapılacak toplantılardan beklenen faydanın alınabilmesi için pay sahiplerinin çağrı hakkına ilişkin usulde kısa sürelerin kabul edilmiş olması da (TTK m. 411/4 ve 412/1) pay sahiplerinin çağrı hakkını etkin bir biçimde kullanmalarını teşvik etmektedir.

vi- Gündeme Madde Konulmasını İsteme Hakkı

Halka açık anonim ortaklıklarda sermayenin yirmide birini oluşturan pay sahipleri genel kurul toplanacak ise yönetim kurulundan noter aracılığıyla yazılı olarak, karara bağlanmasını istedikleri konuları gündeme koymasını isteyebilirler⁵⁴⁰ (TTK m. 411/1). Gündeme madde konulmasını isteme hakkı tıpkı çağrı hakkı gibi azınlık hakkı olarak düzenlenmiştir.

⁵³⁸ *Graßl/Nikoleyczik*, s. 52.

⁵³⁹ *İnci*, s. 121; *Albath*, s. 145.

⁵⁴⁰ Eklemek gerekir ki KYİ m. 1.3.1-ç’de, halka açık anonim ortaklıkların genel kurul toplantı ilanlarında, toplantı ilanının yanı sıra, pay sahiplerinin gündeme madde konulmasına ilişkin Yatırımcı İlişkileri Bölümü’ne yazılı olarak iletmış oldukları taleplerin ve söz konusu taleplerin yönetim kurulunca kabul edilmediği hâllerde ret gerekçelerinin duyurulması önerilmektedir.

Katılımcı pay sahipliğinde, kolektif yatırım kuruluşlarından ortaklıkların genel kurullarında sürekli gündeme madde eklenmesini talep etmesi beklenmemekle birlikte, ortaklıklar bakımından birtakım riskler barındıran veya yararlı olacağı değerlendirilen faaliyet ve uygulamaların gündeme taşınması istenmektedir⁵⁴¹. Böylelikle kolektif yatırım kuruluşları ortaklıkla ilgili önemli gördüğü konuları gündeme getirmekte ve sonrasında konuşma hakkını kullanarak gündeme taşımış olduğu konularla ilgili argümanlarını diğer pay sahiplerine ve ortaklık yönetimine açıklamaktadır⁵⁴². Bu kapsamda yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının belirlenmesi (TTK m. 408/2-b), ortaklık işletme konusunun değiştirilmesi (TTK m. 408/2-a), yönetim kurulu üyelerinin haklı sebebin varlığı nedeniyle görevden alınması (TTK m. 364/1), özel denetim istenmesi⁵⁴³ (TTK m. 438/1) gibi konuların gündeme getirilebileceği belirtilmektedir⁵⁴⁴.

vii- Dava Hakkı

Kolektif yatırım kuruluşları, ortaklık genel kurulu gerçekleşmeden önce çağrı hakkını ve gündeme madde konulmasını isteme hakkını, genel kurul esnasında ise oy hakkını, bilgi alma hakkını ve konuşma hakkını kullanabilmektedir. Dava hakkı genel kurul sonrasında kullanılan bir haktır. Bu kapsamda kolektif yatırım kuruluşları yokluğun

⁵⁴¹ *Bassler*, s. 144. Gündeme madde konulmasını isteme hakkının ABD'deki kolektif yatırım kuruluşları tarafından çoğunlukla kullanıldığı, Almanya'daki kolektif yatırım kuruluşlarının ise söz konusu hakkı kullanmayı pek tercih etmediği ifade edilmektedir. Örneğin Almanya'da yapılan bir araştırmada, 127 genel kurul içerisinde pay sahiplerinin toplamda 748 kez gündeme madde konulmasını talep ettiği ve kolektif yatırım kuruluşlarının, söz konusu pay sahiplerinin yalnızca % 0,8'lik kısmını oluşturduğu tespit edilmiştir (*Bassler*, s. 140-141).

⁵⁴² *Drinhausen*, § 122 Rn. 1; *Kubis*, § 122 Rn. 1; *Rieckers*, § 122 Rn. 18.

⁵⁴³ Kolektif yatırım kuruluşları tarafından özel denetim talebinde bulunulması ortaklık yönetimine karşı duyulan memnuniyetsizliği dile getirmektedir (*Albath*, s. 162).

⁵⁴⁴ *Albath*, s. 148-164; *Rieckers*, § 122 Rn. 6.

tespiti, butlanın tespiti veya iptal davasından yararlanarak genel kurul kararlarının hükümsüzlüğüne karar verilmesini isteyebilmektedir⁵⁴⁵ (TTK m. 445-447⁵⁴⁶).

Kolektif yatırım kuruluşları katılımcı pay sahipliği kapsamında söz konusu dava haklarından yararlanarak, genel kurul kararlarının yargısal denetimden geçmesini sağlayabilmektedirler⁵⁴⁷. Genel kurul kararı aleyhine hükümsüzlük davası açıldığı takdirde mahkemelerin, yönetim kurulu üyelerinin görüşünü aldıktan sonra, dava konusu kararın yürütülmesinin geri bırakılmasına karar vermesi (TTK m. 449), ortaklık yöneticilerinin genel kurul kararından sonra hızlı bir şekilde uygulamak isteyecekleri sermaye artırımını gibi önemli yapısal kararların uygulanmasını geciktirmektedir. Ayrıca ortaklık genel kurul kararları aleyhine açılacak hükümsüzlük davalarının kamuoyunun dikkatini çekeceği ve ortaklıkların itibarına zarar verebileceği de belirtilmektedir⁵⁴⁸. Bu durumdan kaçınmak isteyen yöneticiler kendilerini kolektif yatırım kuruluşlarının taleplerini dikkate almak zorunda hissetmekte ve kolektif yatırım kuruluşlarıyla birlikte hareket etme çabası içine girmektedir⁵⁴⁹.

⁵⁴⁵ Belirtmek gerekir ki kolektif yatırım kuruluşlarının (pay sahiplerinin) dava hakkı yalnızca genel kurul kararlarının hükümsüzlüğünün talep edilmesiyle sınırlı değildir. Kolektif yatırım kuruluşları yönetim kurulu kararlarının hükümsüzlüğünü (TTK m. 391; SPKn m. 18/6) dava edebilecekleri gibi yönetim kurulu üyelerine karşı sorumluluk davası da (TTK m. 555/1) açabilmektedirler. Ancak çalışmamızda pay sahipliğinden kaynaklanan haklar sistematik olarak anonim ortaklığın genel kuruluyla ilişkilendirildiği için diğer davalara yer verilmemiştir.

⁵⁴⁶ Yokluğun tespiti davası hakkında ortaklıklar bakımından -SPKn m. 92/1-b hükmündeki özel düzenleme haricinde- genel bir düzenleme bulunmamakta, ancak söz konusu dava Türk öğretisi ve yargı kararlarında kabul edilmektedir (*Moroğlu, Erdoğan: Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü*, B. 8, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2017, s. 37; *Kırca, İsmail: Anonim Şirket Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü*, B. 3, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2022, s. 1).

⁵⁴⁷ *Bassler*, s. 122; *Englisch, Lutz: Aktiengesetz Kommentar* (Hrsg. *Hölter*, Wolfgang/*Weber*, Markus), Aufl. 4, München: Verlag C. H. Beck/Vahlen, 2022, § 142 Rn. 1. Dava hakkı, ABD'deki kolektif yatırım kuruluşlarınca sıklıkla kullanılmaktayken, AB bölgesindeki kolektif yatırım kuruluşları tarafından istisnaen kullanılmaktadır (*Faure*, s. 109-110).

⁵⁴⁸ *Heinen*, s. 27.

⁵⁴⁹ *İnci*, s. 123-124.

viii- Belirli Grupların Yönetim Kurulunda Temsil Edilmesi Hakkı

aa- Giriş

TTK m. 360/1'e göre esas sözleşmede öngörülmek şartıyla, belirli pay gruplarına, özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve azlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınabilmektedir. Bu amaçla yönetim kurulu üyelerinin, belirli bir grup oluşturan pay sahipleri, belirli pay grupları ve azlık arasından seçileceği veya söz konusu grupların yönetim kurulu üyeliğine aday önereceği ortaklık esas sözleşmesinde öngörülebilmektedir.

Kolektif yatırım kuruluşlarının, ortaklık yönetim kurulunda temsil edilme hakkından yararlanabilmeleri için kanunda belirtilen üç farklı grubun herhangi birisinin içerisinde yer almaları gerekmektedir. Bunlardan ilki, kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklık esas sözleşmesinde imtiyazlı olduğu belirtilen pay grubunda yer alan paylara sahip olmalarıdır. Örneğin, ortaklık payları esas sözleşmede A, B ve C grubu paylara ayrılmış ve A grubu paylara yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınmışsa⁵⁵⁰, kolektif yatırım kuruluşları A grubu paylara sahip olduklarında bu haktan yararlanabileceklerdir. Ancak yönetim kurulunda temsil edilme hakkı ortaklık halka açılmadan önce pay sahibi olan kişilerin yönetim kurulunda etkinliklerini⁵⁵¹ koruyabilmeleri için genellikle halka açık olmayan pay grupları için öngörülmektedir ve bu yüzden kolektif yatırım kuruluşlarının söz konusu payları edinme ihtimali oldukça düşüktür.

Yönetim kurulunda temsil edilme hakkından yararlanabileceği belirtilen ikinci grup azınlıktır. Azınlık, ortaklık sermayenin en az onda birini, halka açık ortaklıklarda ise

⁵⁵⁰ Pay grubu oluşturulmasına ilişkin diğer örnekler için bkz. Ölmez, Fatih: *Belirli Grupların Anonim Şirket Yönetim Kurulunda Temsili*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2021, s. 162-165.

⁵⁵¹ Yönetim kurulunda belirli gruplara temsil edilme hakkı tanınmasının nedenlerinden biri de söz konusu grubun ortaklık yönetimindeki etkinliğinin korunmasıdır (Kendigelen, Abuzer: *Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz*, İstanbul: Beta Yayınevi, 1999, s. 187).

yirmide birini oluşturan pay sahiplerini ifade etmektedir (TTK m. 411/1). Ancak TTK m. 360/1'in gerekçesinde azınlığın belirlenebilir ve tanınabilir bir şekilde açıklanması, başka bir ifadeyle diğer pay sahiplerinden ayrılabilir olmaları gerektiği, azınlığın belirlenebilir olmasının önemli olduğu, azınlığın iyi tanımlanmamasının imtiyazların korunmasına ilişkin hükümlerin uygulanmasını güçleştirebileceği, yüzdelerin anılmasının yeterli olmayabileceği, bunun yerine pay senedi numaralarının ve sayılarının ayırt edilebilirlik yönünden daha iyi bir ölçüt olacağı belirtilmiştir. Yönetim kurulunda temsil edilme hakkından yararlanılması bakımından azınlığın yalnızca oransal olarak ifade edilmesi yeterli olmamakta, ayrıca azınlığın ortaklığın esas sözleşmesinde tanımlanması gerekmektedir⁵⁵². Öğretide azınlığın yönetim kurulunda temsil edilip edilemeyeceği hususu tartışmalıdır⁵⁵³. Ancak bu çalışmanın konusu söz konusu tartışmanın burada incelenmesi değildir. Dolayısıyla, azınlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınabileceği kabul edilirse, kolektif yatırım kuruluşları esas sözleşmede belirtilen azınlığın içerisinde olduklarında yönetim kurulunda temsil edilme hakkından yararlanabileceklerdir.

Yönetim kurulunda temsil edilme hakkından yararlanabilecek üçüncü ve son grup ise özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahipleridir. Bu ihtimalde yönetim kurulunda temsil edilme hakkı paya değil, belirli özellik ve niteliklere sahip olan pay sahiplerine tanınmaktadır⁵⁵⁴. TTK m. 360/1'in gerekçesinde pay sahipleri gruplarının tıpkı azınlık gibi belirlenebilir ve ayırt edilebilir bir şekilde tanımlanması gerektiği, pay

⁵⁵² Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar Hukuku I, s. 426; Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat), C. 1, s. 430; Pulaşlı, Hasan: *Şirketler Hukuku Şerhi, C. II*, B. 5, Ankara: Adalet Yayınevi, 2024, s. 1343.

⁵⁵³ Azınlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınmayacağını savunanlar için bkz. Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat), C. 1, s. 431-432; Eminoğlu, Cafer: *TTK m. 360 Hükmüne Göre Yönetim Kurulunda Temsil Edilme Hakkının Tanınabileceği Gruplar, Hakkın Hukuki Niteliği ve İcrası*, Sermaye Şirketleri Hukukunda Güncel Gelişmeler Sempozyumu (Tebliğler-Tartışmalar) 19 Haziran 2019 (Ed. Alışkan, Murat/Mersin, Bilge Utkan/Sarıkaya, Sinan), İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2020, s. 345 ve 350. Azınlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınabileceğini savunanlar için bkz. Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar Hukuku I, s. 426; Ölmez, s. 186-190; Sevi, Ali Murat: *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulunda Temsil Edilme Hakkı*, KHÜHFD 2021, C. 9, S. 2, s. 451.

⁵⁵⁴ Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat), C. 1, s. 427.

sahipleri gruplarının meslekler ve işletme konuları gibi ölçütlerle belirlenebileceği, pay sahipleri grupları arasında yan sanayi mensuplarının, bayilerin yer alabileceği ifade edilmiştir⁵⁵⁵. Buna göre yönetim kurulunda temsil edilme hakkından yararlanması istenilen pay sahiplerinin özellik ve nitelikleri ortaklık esas sözleşmesinde kuşkuyla neden olmayacak şekilde ifade edilmelidir⁵⁵⁶.

Yönetim kurulunda temsil edilme hakkından yararlanabilecek gruplar arasında üçüncü grubun (özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahipleri) kolektif yatırım kuruluşları bakımından daha uygun olduğu kanaatindeyiz. Zira yukarıda izah ettiğimiz üzere kolektif yatırım kuruluşlarının belirli pay gruplarına tanınan temsil edilme hakkından yararlanma ihtimalleri düşüktür. Buna karşılık, kolektif yatırım kuruluşlarının belirli pay sahipleri gruplarının yönetim kurulunda temsil edilme hakkından yararlanabilmeleri için, edindikleri paylara herhangi bir imtiyaz tanınmış olması gerekmemektedir. Söz konusu pay imtiyazlı pay niteliğinde olmasa ve payı devreden kişi herhangi bir özelliğe veya niteliğe sahip olmasa dahi payı devralan kolektif yatırım kuruluşu esas sözleşmede belirtilen özellik ve niteliklere sahipse (örneğin esas sözleşmede kolektif yatırım kuruluşlarının oluşturduğu pay sahipleri grubunun yönetim kurulunda temsil edilme hakkından yararlanacakları belirtilmişse) yönetim kurulunda temsil edilme hakkının tanındığı grubun içerisinde yer alarak yönetim kuruluna temsilci gönderme hakkına sahip olacaktır⁵⁵⁷.

Azınlıklar bakımından ise öncelikle azınlıklara böyle bir hak tanınıp tanınamayacağı tartışmalıdır. Bununla birlikte azınlığın tamamının kolektif yatırım

⁵⁵⁵ Belirli özellikleri ve nitelikleri taşıyan pay sahiplerine ilişkin diğer örnekler için bkz. *Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat)*, C. 1, s. 428; *Ölmez*, s. 169-174; *Eminoğlu*, Yönetim Kurulunda Temsil Edilme Hakkı, s. 343.

⁵⁵⁶ *Ölmez*, s. 167. Bu zorunluluk imtiyazın tabi olduğu koşulların belirli olması ilkesinin bir sonucudur [*Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat)*, C. 1, s. 428; *Eminoğlu*, Yönetim Kurulunda Temsil Edilme Hakkı, s. 342].

⁵⁵⁷ *Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat)*, C. 1, s. 427 ve 429; *Ölmez*, s. 179.

kuruluşlarından oluşmama ihtimali de bulunmaktadır. Buna karşılık, katılımcı pay sahipliği kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmasını amaçladığı için, yalnızca kolektif yatırım kuruluşlarından oluşan pay sahipleri grubunun ortaklık yönetim kuruluna temsilci göndermesinin katılımcı pay sahipliğiyle daha uyumlu olduğunu düşünmekteyiz.

Ayrıca azınlığa tanınacak imtiyazda diğer özelliklerle beraber belirli bir pay oranının da esas sözleşmede öngörülmesi gerekecektir⁵⁵⁸. Buna karşılık ortaklık yönetimine temsilci gönderme hakkının özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine tanınmasında bir oran koşulu yer almadığı için, kolektif yatırım kuruluşu niteliğindeki pay sahipleri bakımından bir grup imtiyazı öngörülmesi kolektif yatırım kuruluşlarının, sahip oldukları pay miktarından bağımsız olarak, ortaklık yönetimine temsilci gönderme hakkından yararlanmalarını sağlayacaktır. Örneğin, azınlık için ortaklık esas sözleşmesinde ortaklık sermayesinin %30'una sahip olma koşulu öngörülürse, ortaklık sermayesinde toplamda %3 paya sahip olan kolektif yatırım kuruluşlarının söz konusu azınlığı oluşturmaları kolay değildir, bu konuda diğer pay sahiplerini ikna etmeleri gerekecektir. Buna karşılık, özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan kolektif yatırım kuruluşlarına ortaklık yönetim kuruluna temsilci gönderme hakkı verilirse, kolektif yatırım kuruluşları ortaklık sermayesinde %1 paya sahip olsalar dahi ortaklık yönetim kuruluna temsilci gönderebileceklerdir.

Sonuç olarak, kolektif yatırım kuruluşlarının yönetim kurulunda temsil edilme hakkından yararlanması konusunda çalışmanın devamında yapılacak olan açıklamalarda özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahipleri esas alınacaktır. Ancak söz konusu açıklamalar kolektif yatırım kuruluşlarının diğer gruplar (belirli pay grupları veya azınlık) arasında yer alarak ortaklık yönetimine temsilci ataması bakımından da

⁵⁵⁸ Ölmez, s. 191; Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar Hukuku I, s. 426.

geçerlidir. Zira kolektif yatırım kuruluşlarının diğer grupların içerisinde bulunması teorik olarak mümkündür. Ayrıca belirtmek gerekir ki kolektif yatırım kuruluşlarına bu şekilde tanınacak temsil edilme hakkı ortaklık yönetim kurulu üye sayısının yarısını aşamamaktadır (TTK m. 360/1). Örneğin, halka açık bir anonim ortaklığın yönetim kurulu yedi üyeden oluşuyorsa ve kolektif yatırım kuruluşları haricinde başka bir gruba ortaklık yönetim kurulunda temsil hakkı tanınmamışsa, kolektif yatırım kuruluşları en fazla üç üyenin belirlenmesinde etkili olabileceklerdir.

bb- Yönetim Kurulu Üyesinin Kolektif Yatırım Kuruluşları Arasından Seçilmesi

Ortaklık esas sözleşmesinde, kolektif yatırım kuruluşlarından oluşan pay sahipleri grubuna ortaklık yönetim kurulunda temsil edilme hakkı verildiği takdirde, söz konusu hakkın nasıl kullanılacağına da belirlenmesi gerekmektedir. TTK m. 360/1'e göre yönetim kurulu üyelerinin ortaklıkta pay sahibi olan kolektif yatırım kuruluşları arasından seçileceği veya bu kuruluşların yönetim kurulu üyeliği için aday önerebileceği esas sözleşmede öngörülmelidir⁵⁵⁹.

Ortaklık esas sözleşmesinde, yönetim kurulu üyesinin kolektif yatırım kuruluşları arasından seçilmesi yöntemi kabul edilirse, ortaklık genel kurulu, ortaklıkta pay sahibi olan kolektif yatırım kuruluşları arasından istediği kuruluşu yönetim kurulu üyesi olarak seçecektir⁵⁶⁰. Bu durumda genel kurulda oy çoğunluğu elinde bulunduran pay sahipleri, yönetim kurulu üyeliği için aranan diğer koşulları taşıması kaydıyla, kolektif yatırım kuruluşları arasından esas sözleşmede belirtilen sayıda üyeyi belirleyecektir⁵⁶¹. Ortaklıkta yalnızca bir kolektif yatırım kuruluşu pay sahibiyse, genel kurul kural olarak söz konusu

⁵⁵⁹ Her ikisi birlikte öngörülürse, öncelikle kolektif yatırım kuruluşlarının aday önermesi beklenecaktır, ilgili grup aday önermezse grup içerisinde yer alan pay sahipleri arasından seçim yapılacaktır (*Kendigelen*, s. 259).

⁵⁶⁰ *Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat)*, C. 1, s. 436.

⁵⁶¹ *Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat)*, C. 1, s. 436.

kuruluşu yönetim kurulu üyeliğine seçmek zorundadır⁵⁶². Ancak genel kurul haklı bir sebep bulunduğu takdirde ilgili gruptan üye seçmekle yükümlü değildir (TTK m. 360/1).

Buna karşılık belirtmek gerekir ki yönetim kurulu üyesinin kolektif yatırım kuruluşları arasından belirlenmesi yönteminin uygulanamayacağı kanaatindeyiz. Zira bu yöntemde kolektif yatırım kuruluşları doğrudan yönetim kurulu üyesi olmaktadır ve kolektif yatırım kuruluşlarının yönetim kurulu üyesi olmasında bazı engeller ve sakıncalar bulunmaktadır⁵⁶³. Yukarıda izah ettiğimiz için söz konusu engellere ve sakıncalara burada daha fazla yer verilmeyecek ve yönetim kurulu üyesinin kolektif yatırım kuruluşları arasından seçilmesine daha fazla değinilmeyecektir.

cc- Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Yönetim Kurulu Üyeliği İçin Aday Önermesi

Yönetim kurulu üyesinin belirlenmesine ilişkin ikinci yöntem kolektif yatırım kuruluşlarının yönetim kurulu üyeliği için aday önermesidir. Bu yöntem seçildiği takdirde, ortaklıkta pay sahibi olan kolektif yatırım kuruluşlarının toplanması⁵⁶⁴ ve önerecekleri adayı bu toplantıda belirlemeleri gerekmektedir⁵⁶⁵. Ortaklık genel kurulu, kolektif yatırım kuruluşlarınca önerilen adayı haklı bir sebep olmadığı takdirde seçmek zorundadır⁵⁶⁶ (TTK m. 360/1). Dolayısıyla ilk yönteme kıyasen, ikinci yöntemde genel

⁵⁶² Kendigelen, s. 261.

⁵⁶³ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, b.

⁵⁶⁴ Toplantının nasıl yapılacağı ve adayın belirlenmesinde hangi nisapların dikkate alınacağı hakkında TTK'da açık bir hüküm bulunmamaktadır. Bu konudaki görüşler için bkz. *Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat)*, C. 1, s. 433-436; *Ölmez*, s. 201-226; *Pulaşlı*, C. II, s. 1348-1349; *Eminoğlu*, Yönetim Kurulunda Temsil Edilme Hakkı, s. 348-349; *Karasu*, Rauf: *Anonim Şirket Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsil Edilme Hakkı*, TFM 2016, C. 2, S. 1, s. 37.

⁵⁶⁵ Ortaklıkta yalnızca bir kolektif yatırım kuruluşu pay sahibiyse toplantı yapılmayacaktır [*Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat)*, C. 1, s. 433].

⁵⁶⁶ Kolektif yatırım kuruluşlarınca yapılan öneri kural olarak genel kurulu bağlayıcı bir öneridir (*Ölmez*, s. 200). Kolektif yatırım kuruluşları doğrudan yönetim kurulu üyesi atayamazlar. Üyenin seçilmesinde son söz genel kuruldadır (*Karasu*, Temsil Edilme Hakkı, s. 36).

kurulun seçim yetkisine kolektif yatırım kuruluşları (grup) tarafından bir sınırlama getirilmektedir⁵⁶⁷.

Kolektif yatırım kuruluşları kendi aralarından birini önerebilecekleri gibi grupta yer almayan birisini de aday olarak önerebilmektedirler⁵⁶⁸. Ancak kolektif yatırım kuruluşlarının kendilerini aday olarak önermesi ve bunun sonucunda genel kurul tarafından yönetim kurulu üyesi seçilmeleri teorik olarak mümkün olsa da kolektif yatırım kuruluşlarının yönetim kurulu üyesi olmaları yukarıda izah edilen engellere ve sakıncalara takılacaktır⁵⁶⁹.

Buna karşılık, kolektif yatırım kuruluşlarının grup dışından -kolektif yatırım kuruluşu niteliğinde olmayan- birisini aday olarak önermelerinin uygulanabilir olduğu kanaatindeyiz. Bu durumda, kolektif yatırım kuruluşları kanunda ve esas sözleşmede belirtilen diğer koşulları sağlayan gerçek veya tüzel kişiyi aday olarak önerebilmektedir. Tüzel kişinin aday olması ve yönetim kurulu üyeliğine seçilmesi durumunda, TTK m. 359/2 hükmüne göre tüzel kişiyle birlikte bir gerçek kişinin de tescil ve ilan edilmesi gerekecektir. Bu durumda, söz konusu gerçek kişiyi kolektif yatırım kuruluşları değil, herhangi bir tüzel kişinin yönetim kurulu üyeliğine seçilmesinde olduğu gibi ilgili tüzel kişi belirleyecektir⁵⁷⁰.

Kolektif yatırım kuruluşlarının aday gösterdiği üçüncü kişinin yönetim kurulu üyesi olması durumunda, bu kişinin hukuki konumu tıpkı diğer yönetim kurulu üyeleri gibi olacaktır⁵⁷¹. Bu kişi, özen ve bağlılık yükümlülüğü (TTK m. 369) veya bilgi alma ve

⁵⁶⁷ Ölmez, s. 200.

⁵⁶⁸ Ölmez, s. 222. Belirtmek gerekir ki esas sözleşmede yalnızca grupta yer alan pay sahiplerinin aday olarak önerilebileceği kabul edilmişse, kolektif yatırım kuruluşlarından oluşan grup üçüncü kişileri aday olarak öneremeyecektir.

⁵⁶⁹ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, b.

⁵⁷⁰ Ölmez, s. 223.

⁵⁷¹ Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar Hukuku I, s. 427; Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat), C. 1, s. 438; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, s. 315, Rn. 162; Böckli, Aktienrecht, s. 1345, Rn. 107.

inceleme hakkı (TTK m. 392) gibi hak ve yükümlülüklerde, diğer yönetim kurulu üyeleriyle aynı haklara sahiptir ve aynı yükümlülüklerle tabidir⁵⁷². Dolayısıyla, kolektif yatırım kuruluşlarının çıkarını ortaklığın çıkarına üstün tutamayacaktır. Ancak bu durum, üçüncü kişi ile kolektif yatırım kuruluşları arasındaki bağlantının tamamen koparıldığı anlamına gelmemektedir. Zira anonim ortaklıkta yönetim kuruluna seçilen her üye esasen pay sahiplerinin desteğiyle üyeliğe seçilmektedir. Başka bir deyişle, diğer yönetim kurulu üyelerinin de pay sahipleriyle bağlantısı bulunmaktadır ve bu olağan bir durumdur⁵⁷³. Bu yüzden üçüncü kişinin kolektif yatırım kuruluşlarıyla bağlantısı yok sayılmamalıdır⁵⁷⁴.

Üçüncü kişi, yönetim kurulu üyeleri için geçerli olan yükümlülüklerle ve sınırlamalara dikkat ederek kolektif yatırım kuruluşlarıyla bağlantısını devam ettirebilmektedir. Örneğin, kolektif yatırım kuruluşlarının aday göstermesine bağlı olarak yönetim kurulu üyesi seçilen üçüncü kişi, yönetim kurulunun karar alacağı bir konuda ortaklığın çıkarına aynı derecede hizmet eden iki benzer çözüm arasından birisinin seçilmesinde oy kullanacaksa, kolektif yatırım kuruluşlarının çıkarına olacağını veya kolektif yatırım kuruluşlarının destekleyeceğini takdir ettiği çözüme oy verebilecektir⁵⁷⁵.

d- Hukukî Düzenlenmemiş Araçlar

i- Kişisel Görüşmeler

Kolektif yatırım kuruluşları katılımcı pay sahipliği kapsamında ortaklık yönetimine katılmak için pay sahipliği haklarını kullanmanın yanı sıra hukukî düzenlenmemiş bazı araçlardan da yararlanmaktadırlar⁵⁷⁶. Kolektif yatırım kuruluşları

⁵⁷² Kırca (Şehirli Çelik/Manavgat), C. 1, s. 438; Karasu, Temsil Edilme Hakkı, s. 39; Akdağ Güney, Necla: Anonim Şirket Yönetim Kurulu, B. 2, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2016, s. 206.

⁵⁷³ Ölmez, s. 267.

⁵⁷⁴ Böckli, Aktienrecht, s. 1345, Rn. 107; Akdağ Güney, Yönetim Kurulu, s. 206.

⁵⁷⁵ Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, s. 315, Rn. 163; Böckli, Aktienrecht, s. 1345, Rn. 107. “[...] Her şeyden önce gösterilecek kişiler farklı ve aday gösterildikleri grupların yararlarını koruyacak yöneticilerdir [...]” [Yargıtay 11. HD, 20.01.1986, E. 1985/5903, K. 1985/7427, (Kazancı İçtihat Bankası)].

⁵⁷⁶ Forstmoser, Exit oder Voice, s. 799; Benicke, s. 898; Kleinmanns, s. 342.

diğer araçları bazen ortaklık genel kurullarındaki konumlarını güçlendirmek, başka bir ifadeyle pay sahipliği haklarının etkinliğini artırmak için kullanmaktadır⁵⁷⁷.

Hukuken düzenlenmemiş araçlardan ilki, kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık ortaklıkların çeşitli temsilcileriyle kişisel görüşmelerde bulunmalarıdır. Örneğin, kolektif yatırım kuruluşları ortaklığın yatırımcı ilişkileri bölümüyle görüşebilmektedir⁵⁷⁸. Yatırımcı ilişkileri bölümü, pay sahiplerinin ortaklıkla ilgili yazılı bilgi taleplerini yanıtlayarak ortaklıklar ile pay sahipleri arasında iletişimi sağlamaktadır (KYT m. 11/1 ve 11/5-b). Yatırımcı ilişkileri bölümü, pay sahiplerinin başta bilgi alma ve inceleme hakkı olmak üzere pay sahipliği haklarının korunması ve kullanılmasının kolaylaştırılmasında etkin rol oynamaktadır (KYİ m. 1.1.1). Ancak uygulamada kolektif yatırım kuruluşları ortaklığın yatırımcı ilişkileri bölümünden ziyade, ortaklığın yönetim kurulu üyeleriyle görüşmeyi (*one-on-one Gespräche/behind-the-Scenes Engagement*) daha çok tercih etmektedirler⁵⁷⁹; çünkü pay sahipleri tarafından gerçekleştirilmek istenen ortaklık politikasındaki değişiklikleri yalnızca yönetim kurulu uygulayabilecek durumdadır⁵⁸⁰. Gerçekten de kolektif yatırım kuruluşları yatırımcı ilişkileri bölümünden yalnızca ortaklık hakkında bilgi talep edebiliyorken, yönetim kuruluyla görüşmelerinde yönetim kuruluyla birlikte ortaklık yönetimini gözden geçirebilmekte, fikir alışverişinde bulunabilmekte, yönetim kurulunu eleştirebilmekte ve hatta ortaklık politikasında değişiklik taleplerini yönetim kuruluna iletebilmektedir⁵⁸¹. Kolektif yatırım kuruluşları

⁵⁷⁷ Bunz, s. 1050.

⁵⁷⁸ Bunz, s. 1051; Heinen, s. 26, dn. 157; Fisch/Sepe, s. 888; Graßl/Nikoleyczik, s. 52.

⁵⁷⁹ Bunz, s. 1051. Yönetim kurulu üyeleriyle yapılan görüşmelere ortaklıkların yatırımcı ilişkileri bölümü ve finans bölümü yöneticileri de katılabilmektedirler (Bassler, s. 230).

⁵⁸⁰ İnci, s. 126.

⁵⁸¹ Schiessl, Maximilian: *Empfehlungen an Publikumsgesellschaften für den Umgang mit Hedgefonds*, ZIP 15/2009, s. 693; Bunz, s. 1050; Forstmoser, Exit oder Voice, s. 800; Faure, s. 73; Albath, s. 56-57; Graßl/Nikoleyczik, s. 52.

ve yönetim kurulu üyeleri arasındaki görüşmeler telefonla, mektuplaşmayla⁵⁸² veya - çevrim içi ya da fiziki- bir araya gelmek suretiyle farklı kanallar üzerinden yürütülmektedir⁵⁸³.

Pay sahipleri bilgi alma ve inceleme hakkı ile konuşma hakkını ortaklık genel kurullarında kullanmaktadırlar. Olağan genel kurul toplantılarının yılda bir kez yapılması özellikle ortaklıkla ilgili önemli gelişmelerde ortaklık yöneticileri ile pay sahiplerinin görüşebilmesi bakımından yetersizdir⁵⁸⁴. Buna karşılık, pay sahiplerinin genel kurul dışında ortaklık yönetim kuruluyla görüşmesine ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır⁵⁸⁵. Ancak bu durumdan, pay sahipleri (kolektif yatırım kuruluşları) ile yönetim kurulu üyeleri arasında ortaklık genel kurulu toplantısı dışında kişisel bir diyalogun gerçekleştirilemeyeceği sonucu çıkarılmamaktadır⁵⁸⁶. Kanunun prensip olarak bu tür bir iletişimi engellemediği, yönetim kurulunun pay sahiplerinden gelen toplantı teklifini kabul edip etmemesinin veya onlarla aktif bir şekilde diyalog arayışına girip girmemesinin yönetim kurulunun takdirine bağlı olduğu ifade edilmektedir⁵⁸⁷. Hatta öğretide *Langenbucher* yönetim kurulunun görevini tedbirli bir yöneticinin özeniyle yerine getirdiğinin kabul edilebilmesi için yönetim kurulunun uygun (yeterli) bilgilere dayanarak karar vermesi gerektiğini (TTK m. 369/1'in gerekçesi; AktG § 93/1, 2. c.), yönetim kurulunun bilgilendirilmiş bir biçimde karar verdiğinin kabul edilebilmesi için ise yönetim kurulunun uygun bir iletişim stratejisi geliştirmesi gerektiğini ifade etmektedir. Pay sahipleriyle gerçekleştirilecek olan diyaloglar da bu stratejinin bir

⁵⁸² Mektuplaşmada, kolektif yatırım kuruluşları ortaklıkla ilgili taleplerini ortaklık yönetimine hitaben yazdıkları mektupları yöneticilere iletmektedir (*Albath*, s. 56). Söz konusu mektuplar yöneticilerle karşı karşıya gelmek için değil, yapıcı olmak için yazılmaktadır (*Graßl/Nikoleyczik*, s. 52).

⁵⁸³ *Bunz*, s. 1050; *Schaefer*, s. 901; *Heinen*, s. 26; *Bassen*, Alexander: *Einflussnahme institutioneller Anleger auf Corporate Governance und Unternehmensführung - Ergebnisse einer empirischen Untersuchung*, ZBB 5/2022, s. 435.

⁵⁸⁴ *Hirt/Hopt/Mattheus*, s. 729; *Bowley/Hill/Kourabas*, s. 12.

⁵⁸⁵ *Heinen*, s. 28.

⁵⁸⁶ *Schaefer*, s. 901.

⁵⁸⁷ *Schaefer*, s. 901; *Schockenhoff/Culmann*, s. 299-300.

parçasıdır⁵⁸⁸. Bununla birlikte kurumsal yönetim taraflar arasındaki ilişkilere doğrudan bağlı olduğundan, ortaklık yönetim kurulunun pay sahipleriyle görüşmesi kurumsal yönetim teorisine uygundur⁵⁸⁹.

Kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklık yöneticileriyle genel kurul dışında görüşmeleri özellikle son zamanlarda popüler hâle gelmiştir⁵⁹⁰. Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyeleriyle görüşmeyi sıkça tercih etmelerinin ilk nedeni, yönetim kurulu üyeleriyle yapılan temasların genel kuruldaki tartışma ortamına kıyasla ortaklıkla ilgili her türlü konunun daha etkili bir şekilde tartışılması olanağı sunmasıdır⁵⁹¹. Yönetim kurulu üyeleriyle yapılacak olan kişisel görüşmelerde yönetim planlarının gözden geçirilmesi, ortaklık yönetimiyle ilgili eleştirilerin ve endişelerin dile getirilmesi ve ortaklık yönetiminde izlenen politikalarda değişiklik yapılmasına ilişkin taleplerin açıklanması çatışmacı olmayan bir ortamda gerçekleşmektedir⁵⁹². İkincisi, ortaklık yöneticileriyle yapılacak olan görüşmelerin ortaklık genel kurullarında oy kullanmaya kıyasla ortaklık politikaları üzerinde daha etkilidir⁵⁹³. Zira ortaklık genel kurullarında oy kullanılması kabul veya ret oyu ile sınırlıdır ve bu yüzden pay sahipleri ortaklık politikasını kendi isteklerine uygun şekilde serbestçe yönlendirememektedirler⁵⁹⁴. Üçüncüsü, yöneticilerle yapılacak kişisel görüşmeler kamu huzurunda yapılan bir tartışma seviyesine ulaşmamaktadır. Pay sahipleri ve yönetim kurulu üyeleri arasındaki görüş ayrılıkları

⁵⁸⁸ *Langenbucher, Katja: Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten Aktiengesellschaft, ZHR 2-3/2021, s. 436 ve 453.*

⁵⁸⁹ *Bassen, s. 430.*

⁵⁹⁰ *Schaefer, s. 901; Redeke, s. 255; Bassler, s. 230-231; Heinen, s. 26.* Yapılan bir araştırmada ABD'deki kolektif yatırım kuruluşlarının %63'ünün ortaklık yöneticileriyle doğrudan kişisel görüşmelerde bulunduğu tespit edilmiştir (*Fisch/Sepe, s. 888*). Portföylerinde yer alan ortaklık sayısı arttıkça, kolektif yatırım kuruluşlarının her bir ortaklık yöneticisiyle görüşmesi zorlaşmaktadır (*Klöhn, s. 192*).

⁵⁹¹ *Solomon, David/Soltes, Eugene: What Are We Meeting For: The Consequences of Private Meetings with Investors, JLE 2015, Vol. 58, No. 2, s. 330.*

⁵⁹² *Bassler, s. 232; Heinen, s. 26; Albath, s. 54; Kleinmanns, s. 344.*

⁵⁹³ *Bassler, s. 231.*

⁵⁹⁴ *Bunz, s. 1050.*

düzenli olarak çözülebilmekte, taraflar arasındaki anlaşmazlıktan kaynaklanabilecek “öfkeler” yatıştırılabilmekte ve kişisel görüşmelerde uzlaşma yolları bulunabilmektedir⁵⁹⁵. Söz konusu görüşmelerde yönetim kurulu kendi ortaklık politikalarını daha doğru bir şekilde izah edebilme ve yatırımcıların güvenini kazanma fırsatına sahip olmaktadır⁵⁹⁶. Dördüncüsü, yukarıda değindiğimiz üzere olağan genel kurul toplantılarının yılda bir kez yapılmasının özellikle ortaklıkla ilgili önemli gelişmelerde ortaklık yöneticileri ile pay sahiplerinin görüşebilmesi bakımından yetersiz kalmasıdır⁵⁹⁷.

Kişisel görüşmeler ortaklık yönetimi üzerinde büyük bir etkiye sahiptir⁵⁹⁸. Örneğin, daha öncelerde aktivist pay sahipliği stratejisi izleyen *Elliott Management* son zamanlarda katılımcı pay sahipliği stratejisi izlediği bir yatırımında, Alman *SAP SE*’nin yöneticileri ile birkaç ay boyunca kişisel görüşmelerde bulunmuş ve bu görüşmeler sonucunda *SAP SE*’nin daha rekabetçi ve daha üretken bir strateji izlemesi konusunda ortaklık yönetimiyle anlaşma sağlamışlardır⁵⁹⁹. Diğer bir örnekte ise *ValueAct Capital* 2013 yılında *Microsoft Corporation*’da pay sahibi olmuş ve yaptığı araştırmalarda *Microsoft*’un kazançlarının önemli bir kısmının operasyonel sistem ve bilgisayar satışından sağlandığına inanıldığı, ancak *Microsoft*’un güçlü yanının *Microsoft Office* uygulamaları ve *Outlook* e-posta sistemlerinin satışı olduğunu tespit etmiştir. Sonrasında ortaklık yöneticileriyle yaptıkları kişisel görüşmelerde ortaklıkla ilgili tespitlerini aktarmış ve ortaklık yöneticileri *ValueAct Capital*’in önerilerini dikkate alarak bazı

⁵⁹⁵ Bowley/Hill/Kourabas, s. 15.

⁵⁹⁶ Bassler, s. 276; van der Elst, Christoph/Vermeulen, Erik: *Europe's Corporate Governance Green Paper: Do Institutional Investors Matter?*, TLSRPS 2011, No. 014/2011, s. 14-15.

⁵⁹⁷ Hirt/Hopt/Mattheus, s. 729; Schäfer, Achim/Wucherer, Wilhelm: *Aktivistische Aktionäre in AG und SE: Neue Akteure, alte Instrumente Chancen für eine Renaissance der Hauptversammlung?*, AG 13-14/2023, s. 486-487.

⁵⁹⁸ Bassen, s. 436.

⁵⁹⁹ Klöhn, s. 207. Söz konusu bilgiler “Tabular olmadan SAP” (“*SAP ohne Tabus*”) başlığı altında bir internet sitesinde haber olarak yayımlanmıştır. (Habere erişim için bkz. <https://www.faz.net/pro/d-economy/investor-elliott-beteiligt-sich-an-sap-was-das-bedeutet-16155460.html>).

tedbirler almıştır. *ValueAct Capital*'in pay sahibi olduğu 2013-2017 yılları arasında *Microsoft* paylarının borsa değeri yükselmiştir⁶⁰⁰.

ii- Kamuoyu Baskısı

Katılımcı pay sahipliğinde kullanılan yöntemler her zaman kapalı kapılar arkasında gerçekleşmemektedir. Halka açık anonim ortaklıkların yönetim kurulları, kolektif yatırım kuruluşlarıyla yaptıkları kişisel görüşmelerde kolektif yatırım kuruluşlarının taleplerini kabul etmezlerse, kolektif yatırım kuruluşları taleplerinin ortaklık yöneticileri tarafından dikkate alınmasını sağlamak ve diğer pay sahiplerinin iradelerini (oylarını) etkilemek⁶⁰¹ amacıyla çeşitli iletişim araçlarından yararlanarak kamuoyu önünde kampanya yürütmektedirler⁶⁰². Kamuoyu baskısı, katılımcı pay sahipliğinde ortaklıkta stratejik ve yapısal değişikliklerin gerçekleştirilmesi için kullanılmaktayken, aktivist pay sahipliğinde ise ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi için geri alım programı başlatması veya ortaklığın yüksek oranda kâr payı dağıtması için kullanılmaktadır⁶⁰³.

Kolektif yatırım kuruluşları kişisel görüşmelerde ortaklık hakkında bilgi almaya çalışırken, kamuoyu baskısında ortaklık hakkındaki bilgilerini kamuoyuna yaymaya çalışmaktadır⁶⁰⁴. Kamuoyu önünde yürütülen kampanyalarda gazete veya dergi makaleleri yayımlanmakta, televizyon röportajları verilmekte, sosyal medya üzerinden paylaşımlar yapılmakta, araştırma raporları yayınlanmakta ya da yönetim kuruluna

⁶⁰⁰ *Fisch/Sepe*, s. 884-885.

⁶⁰¹ Diğer pay sahiplerinin iradeleri genel kurulda kullanılan konuşma hakkı ile doğrudan, kamuoyu baskısı ile dolaylı olarak etkilenmektedir (*Albath*, s. 264-265).

⁶⁰² *Schmidt/Spindler*, s. 61-62; *Bassler*, s. 402; *Heinen*, s. 27; *Schockenhoff/Culmann*, s. 300; *Albath*, s. 57; *Faure*, s. 74 ve 113; *Graßl/Nikoleyczik*, s. 53; *Kleinmanns*, s. 342; *Bowley/Hill/Kourabas*, s. 17.

⁶⁰³ *Schockenhoff*, Martin: *Vorstände im Visier aktivistischer Aktionäre Auswechslung und Vergütungsreduzierung auf Verlangen von Aktionären und Investoren?*, ZIP 38/2017, s. 1785.

⁶⁰⁴ *Bunz*, s. 1051.

mektup yazılarak⁶⁰⁵ kamuoyuyla paylaşılmaktadır⁶⁰⁶. Böylelikle ortaklık yöneticileri üzerinde bir baskı yaratılmaktadır. Ortaklık yöneticilerinin kamuoyu baskısına uzun süre dayanamadığı ve bu yüzden kamuoyu baskısının etkisinin katılımcı pay sahipliğinde kullanılan araçlar içerisinde küçümsenmemesi gerektiği belirtilmektedir⁶⁰⁷.

Kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık ortaklıklar üzerinde kamuoyu baskısı yaratmaya çalışmalarının ilk örnekleri 1980’li yıllarda ABD’de gerçekleşmiştir. O yıllarda kolektif yatırım kuruluşları, portföylerinde yer alan ortaklıklardan pay değeri kötü performans gösteren ortaklıkların isimlerini kamuoyuyla paylaşmaktaydı⁶⁰⁸. Ancak günümüzde artık bu yöntem tercih edilmemektedir. Kolektif yatırım kuruluşları ortaklıklardan ziyade, ortaklık yöneticilerine odaklanmakta⁶⁰⁹ ve yürüttükleri kampanyalarda yöneticilerin şahıslarına yönelik olarak onların yeteneksizlikleri, keyfi ve bencil davranışları, pay sahiplerine yeteri kadar önem vermemeleri gibi konularda eleştirilerde bulunmaktadır⁶¹⁰. Bu kapsamda birçok kuruluş eleştirilerini ortaklık yönetiminde gerçekleşen olaylara dayandırmaktadır⁶¹¹. Örneğin, 2016 yılında *TCI Fund Managment (TCI)* pay sahibi olduğu *VW*’nin yöneticilerine yazdığı açık mektupta yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirme sistemini eleştirmiştir. *TCI*’nin eleştirisinden

⁶⁰⁵ Örneğin, 2018 yılında *BlackRock* yatırım fonu yöneticisi *Larry Fink* portföyünde yer alan ortaklıkların yöneticilerine hitaben yazdığı mektupta, ortaklık faaliyetlerinde çevresel, sosyal ve yönetsel konulara daha fazla dikkat etmelerini talep etmiştir (*Klöhn*, s. 195).

⁶⁰⁶ *Bunz*, s. 1051; *İnci*, s. 129; *Heinen*, s. 27; *Schockenhoff/Culmann*, s. 299; *Graßl/Nikoleyczik*, s. 53; *Söhnholz*, Dirk: *Divestments bewirken mehr als Stimmrechtsausübungen oder Engagement*, Nachhaltige Finanzen Durch aktives Aktionärsstum und Engagement Wandel bewirken (Hrsg. Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage), Wiesbaden: Springer Gabler, 2020, s. 153.

⁶⁰⁷ *Bunz*, s. 1051; *İnci*, s. 130. Nitekim yapılan araştırmalarda ortaklıklara karşı kamuoyu önünde yürütülen kampanyaların ortaklıkların performansını artırdığı tespit edilmiştir (*Bassler*, s. 401).

⁶⁰⁸ *Bassler*, s. 401; *İnci*, s. 129-130.

⁶⁰⁹ *Schockenhoff/Culmann*, s. 298.

⁶¹⁰ *İnci*, s. 130.

⁶¹¹ *Heuser*, s. 163-164.

yaklaşık on gün sonra *VW* yönetimi kamuoyuna yaptığı açıklamada yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirme sistemini değiştireceklerini duyurmuşlardır⁶¹².

Kamuoyu baskısı, katılımcı pay sahipliğinde kullanılan araçları desteklemek için de kullanılmaktadır. Örneğin, *Octavian Advisors* pay sahibi olduğu *Balda AG*'nin gözetim kurulu üyelerinin değiştirilmesini talep etmiş, ancak bu talebi ortaklık yönetimi tarafından kabul edilmeyince, olağanüstü genel kurul toplantısı için çağrı hakkını kullanmış ve bu esnada www.shareholdersforbalda.com internet sitesini kurarak ortaklık gözetim kurulu üyelerinin neden değiştirilmesi gerektiğini olağanüstü genel kurul öncesinde diğer pay sahiplerine anlatmaya çalışmış ve bu çabası ortaklık gözetim kurulu üyelerinin değiştirilmesiyle sonuçlanmıştır⁶¹³. Başka bir örnekte ise *New York City Pension Funds* 2017 yılında kamuoyuna yayımladığı mektupla, portföylerinde yer alan ortaklıklarla ilgili çeşitli konuları görüşmek için ortaklık yöneticilerinden görüşme randevusu talep etmiştir⁶¹⁴.

Kolektif yatırım kuruluşlarının kamuoyu önünde yürüttükleri kampanyalar ortaklık yöneticileri üzerinde etkili olsa da bunların ortaklıkların imajını zedeleyebileceği, ortaklık yöneticileriyle olan ilişkileri birlikte hareket etme seviyesinden çatışma seviyesine geçirebileceği ve ortaklık paylarının borsa değerini düşürebileceği ifade edilmektedir⁶¹⁵. Örneğin, *Cerberus Capital Management* 2017 yılında pay sahibi olduğu *Commerzbank AG*'nin yönetimine hitaben yazdığı iki açık mektupta banka yönetiminden operasyonel ve stratejik değişiklikler gerçekleştirmesini talep etmiş ve bu taleplerinin dikkate alınması için pay sahipliği haklarını ve diğer araçları kullanacaklarını açıklamışlardır. *Commerzbank AG*'nin paylarının borsa değeri *Cerberus Capital*

⁶¹² Graßl/Nikoleyczik, s. 53.

⁶¹³ Faure, s. 74-75.

⁶¹⁴ Fisch/Sepe, s. 889.

⁶¹⁵ Redeke, s. 256; Heinen, s. 27; Söhnholz, s. 154; Albath, s. 57.

Management'in ortaklıkta pay sahibi olması ve ortaklık yönetimine ilişkin açıklamalarından sonra %60 oranında düşmüştür⁶¹⁶. Bu yüzden kolektif yatırım kuruluşları kamuoyu baskısı seçeneğini kişisel görüşmeler gibi diğer araçlardan herhangi bir sonuç alamadığı zaman uygulamalıdır⁶¹⁷.

iii- Diğer Pay Sahipleriyle İş Birliği

Katılımcı pay sahipliğinde kullanılan başka bir yöntem ise diğer pay sahipleriyle iş birliğidir⁶¹⁸. Kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıklarda edinebilecekleri pay miktarı bakımından bazı üst sınırlar bulunduğu⁶¹⁹, bu tür kuruluşlar pay sahibi oldukları ortaklıkların yönetimi üzerinde etkili olmak için diğer pay sahipleriyle iş birliği yaparak ortaklık içerisindeki güçlerini artırmaktadırlar⁶²⁰. Diğer pay sahipleriyle iş birliği, doğrudan veya dolaylı olarak ortaklık üzerinde etki yaratmaya hizmet eden davranışları kapsamaktadır⁶²¹. Bu kapsamdaki davranışlar pay sahipleriyle fikir alışverişinde bulunmaktan devralmalar, birleşmeler ve ortaklığa karşı açılacak davalara ilişkin kararlarda aynı yönde oy vermeye kadar uzanmaktadır⁶²².

İş birliğinden söz edilebilmesi için iş birliği yapılacak diğer pay sahiplerinin mutlaka katılımcı pay sahipliği kapsamında hareket ediyor olması şart değildir. Bu

⁶¹⁶ *Albath*, s. 24. Söz konusu bilgiler “Büyük hissedardan gözetim kuruluna ikinci mektup Cerberus Commerzbank'ın yakasını bırakmıyor” (“*Zweiter Brief des Großaktionärs an Aufsichtsrat Cerberus lässt Commerzbank nicht vom Haken*”) başlığı altında bir internet sitesinde haber olarak yayımlanmıştır (Habere erişim için bkz. <https://www.manager-magazin.de/unternehmen/banken/commerzbank-cerberus-holt-zum-naechsten-schlag-aus-a-1307747.html>).

⁶¹⁷ *Schockenhoff/Culmann*, s. 297; *Schaefer*, s. 901; *Bassler*, s. 403; *Ringe*, Stewardship, s. 97; *Bunz*, s. 1050-1051; *Albath*, s. 57; *Faure*, s. 74.

⁶¹⁸ *İnci*, s. 130.

⁶¹⁹ Bkz. Birinci Bölüm, III, B.

⁶²⁰ *Klöhn*, s. 203; *Faure*, s. 74; *Heinen*, s. 38. Nitekim yapılan bir araştırmada, iş birliği içerisinde hareket eden pay sahiplerinin ortaklık yönetimine ilişkin önerilerinin ortaklık tarafından kabul edilme olasılığının, bir pay sahibinin tek başına vereceği önerinin kabul edilme olasılığına kıyasla %58 daha fazla olduğu tespit edilmiştir (*Puchniak, Dan/Varotttil, Umakanth: Climate-Related Shareholder Activism as Corporate Democracy: A Call to Reform “Acting in Concert” Rules*, ECGI 2024, Working Paper No: 615/2021, s. 13).

⁶²¹ *Rieckers*, § 134b Rn. 16; *Splinter*, § 134b Rn. 12; *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 11.

⁶²² *Rieckers*, § 134b Rn. 16; *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 11.

noktada ortaklığın değerini yükseltmeyi hedefleyen pasif pay sahipliği yaklaşımını benimseyen kolektif yatırım kuruluşları veya aktivist pay sahipliği yaklaşımını takip eden kolektif yatırım kuruluşlarıyla da iş birliği geliştirilebilmektedir⁶²³. Hatta aktivist pay sahipleri genellikle pay sahipleri arasında iş birliğini başlatan taraf olmakta, katılımcı pay sahipleri ise aktivist pay sahipleriyle gerçekleştirilebilecek iş birliği ihtimallerini değerlendirmekte ve ortaklıkların uzun vadeli değerini artıracak birliktelikleri desteklemektedirler. Bu durum bir yandan ortaklık yöneticilerini disipline etmekte, diğer yandan aktivist pay sahiplerinin kısa vadeli taleplerine karşı bir “siper görevi” görmektedir⁶²⁴.

Halka açık anonim ortaklık paylarının kayden izlenmesi (SPKn m. 13/1), pay sahiplerinin belirlenmesini ve onlarla iletişime geçilmesini zorlaştırdığından diğer pay sahipleriyle doğrudan temas kurulamamaktadır⁶²⁵. Gerçekten de halka açık anonim ortaklıkların payları esasen kayden izlendiği için ortaklık genel kuruluna katılabilecek pay sahipleri çizelgesi, genel kurul tarihinden bir gün önce Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) tarafından merkezi kaydi sistemdeki gün sonu hak sahipliği kayıtları dikkate alınarak hazırlanmakta ve genel kurul gününde ilgili sistemler (elektronik genel kurul sistemi veya merkezi kaydi sistem) üzerinden ortaklığın erişimine sunulmaktadır⁶²⁶. Bu bilgilere yalnızca ortaklıkça yetkili kılınmış temsilciler erişebilmekte⁶²⁷ ve söz konusu bilgiler ortaklık dışındaki üçüncü kişilere verilmemektedir⁶²⁸. Bu yüzden iş birliği

⁶²³ *Albath*, s. 55; *Plagemann/Rahlmeyer*, s. 897; *Klöhn*, s. 203. Son zamanlarda kolektif yatırım kuruluşları ile diğer kurumsal yatırımcıların iş birliği konusunda birbirlerini destekledikleri yönünde bkz. *Ringe*, *Shareholder Activism*, s. 29-30.

⁶²⁴ *Klöhn*, s. 203-204; *Fisch/Sepe*, s. 892.

⁶²⁵ *Heinen*, s. 39-40.

⁶²⁶ Kayden izlenmeyen paylarda ise yönetim kurulu pay defteri kayıtlarını dikkate almaktadır (bkz. SPKn m. 30/3, TTK m. 417/2).

⁶²⁷ Bu durum karşısında öğretide halka açık anonim ortaklıkların, genel kuruldan belirli bir süre önce ortaklıkta pay sahibi olan kolektif yatırım kuruluşlarını açıklaması önerilmektedir (*Klöhn*, s. 214).

⁶²⁸ Bkz. Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ (II-13.1) (RG. 07.08.2014, S. 29081) m. 20/2 ve m. 20/5; Merkezi Kaydi Sistem İş ve Bilişim Uygulama İlke ve Kuralları Yönergesi (11.09.2024, Sürüm No: 10.11), I.4.2 ve I.4.4. Keza payları kayden izlenen ortaklıklar dışında kalan ancak hamiline yazılı pay senedi ihraç eden anonim

yapmak isteyen kolektif yatırım kuruluşları genellikle ortaklık genel kurullarında alınacak kararlarda hangi yönde oy kullanacaklarını ve bunun gerekçelerini diğer kolektif yatırım kuruluşlarının desteğini almak umuduyla genel kurul toplantısı öncesinde kamuoyuyla paylaşmaktadırlar⁶²⁹. Örneğin, *Hermes Investment Management* pay sahibi olduğu *Infineon Technologies AG*'nin uzun vadedeki ilerleyişini değiştirmek için ortaklığın yönetim kurulu başkanını görevden alınmasını istemiş ve diğer pay sahiplerinin kendisini takip etmesi için ortaklık genel kurulu öncesinde söz konusu planını kamuoyuyla paylaşmıştır⁶³⁰. Diğer bir örnekte ise *BlackRock* yatırım fonu yöneticisi kamuoyuna yaptığı duyuruda, portföylerinde yer alan ortaklıkların uzun vadeli değerlerini artırmaya yönelik kampanyalar yürütecek olan aktivist pay sahiplerini destekleyeceklerini açıklamıştır⁶³¹.

C- Katılımcı Pay Sahipliği Dışındaki Çözüm Önerileri

1. Finansal Raporlar Bakımından

Katılımcı pay sahipliği dışında kısa vadeciliğe karşı getirilen ilk öneri finansal raporların süreleri ve içerikleri bakımındandır. Üç ayda bir hazırlanan ara dönem finansal raporlar (SPFinRT m. 7), ortaklık faaliyetlerinde kısa süre içerisinde gelişen süreçleri ve bunlara ilişkin sonuçları göstermektedir. Bu yüzden finansal raporları inceleyerek ortaklıkların faaliyetlerini değerlendiren pay sahipleri, yatırım kararı verirken kısa süreli sonuçlara odaklanmaktadırlar. Bu durum karşısında öğretide finansal raporların

ortaklıklar bakımından da benzer bir durum söz konusudur [bkz. Hamiline Yazılı Pay Senetlerinin Merkezi Kayıt Kuruluşuna Bildirilmesi ve Kayıt Altına Alınması Hakkında Tebliğ (RG. 06.04.2021, S. 31446) m. 6/3 ve 6/6].

⁶²⁹ *Heinen*, s. 40. Bundan başka, pay sahiplerinin ortaklık genel kurullarında konuşma haklarını kullanarak da diğer pay sahipleriyle iş birliği yapabileceği ifade edilmektedir (*Heinen*, s. 39). Buna karşılık, genel kurul toplantısı esnasında diğer pay sahipleriyle iş birliği geliştirmenin zor olduğu belirtilmektedir (*Klöhn*, s. 214).

⁶³⁰ *Heinen*, s. 40.

⁶³¹ *Klöhn*, s. 206-207.

hazırlanma periyotlarının uzatılması⁶³² ve ortaklıkların finansal raporlarında uzun vadeye yönelik değerlendirmelere ve göstergelere daha da ağırlık verilmesi önerilmektedir⁶³³.

2. Yönetici Ücretleri Bakımından

İkinci öneri, ortaklık yöneticilerinin ücretlendirme politikalarının ortaklıkların uzun vadedeki amaçlarına ve büyümesine katkı sağlayacak biçimde belirlenmesidir⁶³⁴. Bu öneri hâlihazırda birçok ülke tarafından uygulanmaktadır. Yöneticilerin mali hakları ortaklıklar ve yöneticiler arasındaki özel hukuk ilişkisi kapsamında olduğu için, kanun koyucular bu konuyu doğrudan düzenlememeyi tercih etmektedir⁶³⁵. Bu yüzden ortaklık yöneticilerinin ücretlendirme politikasını belirlemek yerine, ücretlendirme politikasının belirlenmesine ilişkin usule yönelik kurallar getirmektedirler⁶³⁶.

Örneğin, 2007/36 sayılı Borsaya Kote Şirketlerde Pay Sahiplerinin Belirli Haklarını Kullanmalarına İlişkin AB Direktifi⁶³⁷ m. 9a ve 9b’de, ortaklık yöneticilerinin ücretlendirme politikalarının belirlenmesinde pay sahiplerine oy hakkı tanınması⁶³⁸, yöneticilerin ücretlendirme politikalarına ilişkin bir rapor hazırlanması ve yöneticilerin ücretlendirme politikasının ortaklığın uzun vadedeki başarısına nasıl katkı sağladığının söz konusu raporda açıklanması konuları düzenlenmektedir. Keza AktG § 87a/1-2’de, Alman Kurumsal Yönetim Kodeksi⁶³⁹’nin (*Deutscher Corporate Governance*

⁶³² Strand, s. 24; Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu, s. 23 ve 47.

⁶³³ Dallas, s. 324; Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu, s. 47; Seibert, Ulrich: *Corporate Governance: The Next Phase – Die Corporate Governance – Debatte schreitet weiter zu den Pflichten der Eigentümer und ihrer Helfer*, Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag, München: Verlag C. H. Beck, 2013, s. 1108-1109.

⁶³⁴ Moslein/Sørensen, Long-Termism, s. 404; Flammer, s. 419.

⁶³⁵ Moslein/Sørensen, Long-Termism, s. 405.

⁶³⁶ Moslein/Sørensen, Long-Termism, s. 405.

⁶³⁷ Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, OJ L 184/17-25, 14.7.2007.

⁶³⁸ Nitekim TTK m. 394/1’de, tutarı esas sözleşmeyle veya genel kurul kararıyla belirlenmiş olmak şartıyla yönetim kurulu üyelerine huzur hakkı, ücret, ikramiye, prim ve yıllık kârdan pay ödenebileceği belirtilmektedir.

⁶³⁹ <https://www.dcgk.de/de/kodex.html>.

Kodex/DCGK) 24. ilkesinde, 2024 tarihli İngiliz Kurumsal Yönetim Kodu⁶⁴⁰,^{nun} (*UK Corporate Governance Code 2024*) P İlkesinde ve Türk hukukunda Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin 4.5.13 numaralı maddesinde halka açık ortaklıkların yöneticilerinin ücretlendirme politikasının ortaklığın uzun vadeli başarısı ve gelişimi dikkate alınarak belirleneceği ifade edilmektedir.

3. Uzun Vadeci Pay Sahipleri Danışma Komitesi

Üçüncü öneri, halka açık anonim ortaklıklarda uzun vadeci pay sahipleri danışma komitesinin kurulmasıdır⁶⁴¹. Pay sahipleri tarafından oluşturulan danışma komitesinin görevi uzun vadeci pay sahiplerinin çıkarlarını korumaktır⁶⁴². Danışma komitesi, ortaklık yöneticileriyle yapacağı toplantılarda ortaklığın yönetilmesine ilişkin konuları görüşecek⁶⁴³ ve yönetim için bağlayıcı nitelikte olmayan tavsiyelerde bulunacaktır⁶⁴⁴. Ayrıca söz konusu komite pay sahiplerine de öneriler verebilmektedir⁶⁴⁵. Böylelikle ortaklık yönetimi ile pay sahipleri arasındaki ilişkinin kopmaması ve pay sahiplerinin ortaklığın yönetimine odaklanarak bu süreçte katkı sağlaması amaçlanmaktadır⁶⁴⁶.

Tespit edebildiğimiz kadarıyla, pay sahipleri danışma komitesi hukuk sistemleri içerisinde açıkça düzenlenmemiş olsa da bazı ortaklıklar uygulamada pay sahipleri danışma komitesinden yararlanmaktadır. Örneğin, Paris Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören ortaklıklardan oluşturulan Fransız CAC 40 endeksinde yer alan kırk

⁶⁴⁰ <https://www.frc.org.uk/library/standards-codes-policy/>.

⁶⁴¹ *Matheason/Olson*, s. 1380.

⁶⁴² *Matheason/Olson*, s. 1380, dn. 332.

⁶⁴³ *Matheason/Olson*, s. 1365.

⁶⁴⁴ *Matheason/Olson*, s. 1367; *Häusermann*, Daniel: *Vom Aktionärsausschuss zur Organisationsfreiheit*, ZSR 1/2012, s. 87-88; *Böckli*, Peter: *Aktionärsausschuss: Strohfeuer in einer Sackgasse*, SZW 1/2013, s. 2.

⁶⁴⁵ *Böckli*, Aktionärsausschuss, s. 2.

⁶⁴⁶ *Matheason/Olson*, s. 1367; *Häusermann*, s. 90. Komitenin fonksiyonları hakkında bkz. *Häusermann*, s. 95-97. Komiteye yönelik eleştiriler için bkz. *Böckli*, Aktionärsausschuss, s. 3-8.

ortaklıktan on dokuzunda pay sahipleri danışma komitesi bulunmaktadır⁶⁴⁷. Türk hukukunda ise Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin 4.5 numaralı maddesinde yönetim kurulu bünyesinde oluşturulacak komiteler hakkında ayrıntılı hükümlere yer verilmiştir. Yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarının sağlıklı bir biçimde yerine getirmesi için ortaklık içerisinde Riskin Erken Saptanması Komitesi, Denetimden Sorumlu Komite, Aday Gösterme Komitesi, Kurumsal Yönetim Komitesi ve Ücret Komitesi kurulması emredilmiş olmasına rağmen pay sahipleri danışma komitesinden açıkça bahsedilmemektedir. Ancak anılan düzenlemede uzun vadeci pay sahipleri danışma komitesine yer verilmesi de halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kurullarının uzun vadeci pay sahipleri danışma komitesi oluşturmasında hukuki bir engel bulunmamaktadır (TTK m. 366/2).

4. Sadakat Payları

Halka açık ortaklıklarda “zaman ağırlıklı paylar” veya “sadakat payları” (*loyalty shares/die Loyalitätsaktien*) olarak ifade edilen paylar aracılığıyla, portföylerindeki payları belirli bir sürenin üstünde tutan pay sahiplerinin oy haklarının artırılması önerilmektedir⁶⁴⁸. Örneğin, halka açık anonim ortaklıklarda kural olarak bir paya bir oy hakkı (*one share one vote principle/eine Aktie–eine Stimme Prinzip*) tanınmaktayken; paylarını -6 veya 9 yıl gibi- uzun bir süre elinde tutan pay sahipleri için bir paya birden fazla oy hakkı verilebilmektedir⁶⁴⁹.

Sadakat payları, uzun vadeci pay sahiplerini ödüllendirerek yatırımcıları uzun vadeli davranmaya ve pay sahibi oldukları ortaklıkların yönetimine katılmaya teşvik

⁶⁴⁷ Häusermann, s. 93.

⁶⁴⁸ Moslein/Sørensen, Long-Termism, s. 426; Strand, s. 24. Söz konusu oylar öğretide “zamanla ilişkilendirilmiş oy hakkı” (*time-phased voting*) veya “imtiyazlı oy hakkı” (*tenured voting*) şeklinde isimlendirilmektedir (bkz. Dallas/Barry, s. 546; Rock, Edward: *Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, CORLR 2012, Vol. 97, No. 4, s. 900).

⁶⁴⁹ Dallas/Barry, s. 547.

etmeyi amaçlamaktadır⁶⁵⁰. Örneğin, alanında en başarılı ve yaratıcı ortaklık olarak kabul edilen ABD merkezli *Google LLC* uzun bir süredir sadakat payları sistemini kullanmaktadır⁶⁵¹. Sadakat paylarıyla ulaşılmak istenen diğer bir amaç ise uzun vadeci pay sahiplerinin oy miktarlarını artırarak, yöneticilerin ortaklık yönetimine ilişkin aldığı kararlarda uzun vadeci pay sahiplerine karşı daha dikkatli davranmasını sağlamaktır⁶⁵².

Sadakat payları, Fransa tarafından 2014 yılında *Florange Kanunu (Florange Act)* ile yasalaşarak Fransız Ticaret Kanunu'nda özel olarak düzenlenmiştir⁶⁵³. Sadakat payları, Fransa'dan sonra 2014 yılında İtalya'da, 2020 yılında Belçika'da ve 2021 yılında İspanya'da yürürlüğe girmiş⁶⁵⁴ olsa da Türkiye'de henüz düzenlenmemiştir⁶⁵⁵. Sadakat payları imtiyazlı pay olarak nitelendirilmemektedir; çünkü sadakat paylarında pay sahibine ayrıcalık sağlayan olgu imtiyazlı bir paya sahip olmak değil, belirli bir sürenin üstünde herhangi bir paya sahip olmaktır⁶⁵⁶. Bu yüzden uzun vadeci pay sahiplerine sadakat paylarıyla tanınmak istenen üstün haklar, ancak sözleşmesel bir hak olarak ortaklık sözleşmesinde belirtilmek suretiyle pay sahiplerine verilebilmektedir⁶⁵⁷. Nitekim sadakat payları, AB bölgesindeki birçok ülkede ve ABD'de ortaklıklar tarafından esas sözleşmeye hüküm konulması suretiyle uygulanmaktadır⁶⁵⁸.

⁶⁵⁰ Bolton/Samama, s. 40; Pulaşlı, Hasan: *Halka Açık Anonim Şirketler Hukukunda Son Yıllardaki Önemli Gelişmeler*, MÜHFHAD 2021, C. 27, S. 1, s. 422-423.

⁶⁵¹ Barton, Dominic: *Capitalism for the Long Term*, HBR 2011, No. 3, s. 91.

⁶⁵² Dallas/Barry, s. 547; Fried, s. 1571.

⁶⁵³ Moslein/Sørensen, Long-Termism, s. 426, dn. 168; Dallas/Barry, s. 550; Jentsch, s. 271. Belirtmek gerekir ki sadakat payları kanunen düzenlenmeden önce de Fransa'daki halka açık ortaklıkların %57'si tarafından uygulanmaktaydı (Dallas/Barry, s. 550, dn. 21; Jentsch, s. 270).

⁶⁵⁴ Jentsch, s. 272.

⁶⁵⁵ Sadakat paylarına yönelik eleştiriler için bkz. Dallas/Barry, s. 547-548; Jentsch, s. 276.

⁶⁵⁶ Jentsch, s. 269; Storck, Michel/Schneider, Uwe: *Doppeltes Stimmrecht für langfristig investierte Aktionäre im französischen Recht Ein Beitrag zur „Nachhaltigkeitsprämie“*, AG 19/2008, s. 702.

⁶⁵⁷ Storck/Schneider, s. 702.

⁶⁵⁸ Dallas/Barry, s. 550; Yatağan Özkan, s. 172.

5. Kâr Payı Bakımından

a- Sadakat Kâr Payı

Kâr paylarına ilişkin öneriler, ortaklıklar tarafından pay sahiplerine dağıtılan kâr payı miktarının uzun vadeli yatırım yapan pay sahipleri lehine artırarak, pay sahiplerinin ortaklıklardaki demokratik sorumluluklarını yerine getirmelerini amaçlamaktadır⁶⁵⁹. Pay sahiplerinin daha fazla kâr payı almak için ellerindeki payları daha uzun süre portföylerinde tutacakları ve bu esnada ortaklığın yönetimini ortaklığın kazancını uzun vadede artıracak tedbirler ve kararlar alıp almadıkları konusunda gözetecekleri ifade edilmektedir⁶⁶⁰. Bu kapsamda, pay sahiplerine sadakat kâr payı (*loyalty dividend/die Treuedividende*) dağıtılmaktadır⁶⁶¹. Örneğin, halka açık anonim ortaklıklarda paylarını uzun süre elinde tutan pay sahiplerine, diğer pay sahiplerine kıyasla %10 daha fazla kâr payı verilebilmektedir⁶⁶². Tespit edebildiğimiz kadarıyla AB bölgesindeki ve ABD'deki kanun koyucuların çoğunluğu -tıpkı sadakat paylarında olduğu gibi- sadakat kâr paylarını özel olarak düzenlemeyi tercih etmemiştir. Bu yüzden sadakat kâr payı esas sözleşmeye hüküm konulması suretiyle uygulanmaktadır. Buna karşılık Fransa, Hollanda ve İtalya sadakat kâr paylarını yasal bir zemine oturtmuştur⁶⁶³.

b- Katılım Kâr Payı

Ortaklıkların genel kurullarına katılarak ortaklıkların yönetimine katkı sağlamak isteyen pay sahipleri hem zaman sarf etmekte hem mali bir külfete katlanmaktadır⁶⁶⁴. Ortaklıkların nasıl yönetildikleri ile ilgilenmedikleri için genel kurullara katılmayan pay

⁶⁵⁹ Duruigbo, Short Termism, s. 563.

⁶⁶⁰ Duruigbo, Short Termism, s. 563.

⁶⁶¹ Fried, s. 1554; Bolton/Samama, s. 48; Duruigbo, Short Termism, s. 561; Strand, s. 24.

⁶⁶² Bolton/Samama, s. 47.

⁶⁶³ Bolton/Samama, s. 48; Storck/Schneider, s. 705; İnci, s. 382; Ockert, Franziska: *Die langfristige Bindung von Gesellschaftern Eine Systematisierung ihrer Motive und Mechanismen vom Start-up bis zur börsennotierten Aktiengesellschaft*, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2020, s. 183.

⁶⁶⁴ von der Crone, s. 14, Rn. 26-27.

sahipleri ise söz konusu maliyete katlanmamanın yanı sıra genel kurula katılan pay sahiplerinin ortaklık için sarf ettiği çabanın olumlu sonuçlarından da yararlanmaktadırlar⁶⁶⁵. Bu durumda pay sahipleri arasında karşılıksız yararlanma sorunu (*free rider problem/Trittbrettfahrerproblem*) oluşmaktadır⁶⁶⁶.

Ortaklık genel kurullarına katılan pay sahiplerinin maliyetlerini düşürmek ve genel kurullara katılmayan pay sahiplerinin ortaklıkların yönetimine ilgisini artırmak amacıyla, ortaklık genel kurullarına katılan pay sahiplerine katılım kâr payı (*engagement dividend/die Engagementdividende*) verilmesi önerilmektedir⁶⁶⁷. Nitekim İspanya’da yapılan bir araştırmada, katılım kâr payı verilmesi hâlinde ortaklık genel kurullarına katılan pay sahibi sayısının, iki kattan daha fazla olacak şekilde, %31’den %74’lere kadar çıktığı tespit edilmiştir⁶⁶⁸. Ancak yalnızca daha fazla kâr almak için genel kurula katılan pay sahiplerinin “bilgisizce” oy kullanabilecekleri ve bu durumun ortaklıkların yararına olmayacağı, yöneticilerin etkili bir şekilde gözetilemeyeceği belirtilmektedir⁶⁶⁹.

6. Vergi Yükümlülükleri

Pay sahipliğinde kısa vadeciliğe karşı getirilen diğer bir öneri, pay sahiplerinden alınan vergi oranlarının pay sahiplerinin payı elinde tutma süreleriyle ters orantılı olacak şekilde belirlenmesidir. Buna göre uzun vadeci pay sahiplerinden daha az, kısa vadeci pay sahiplerinden ise daha yüksek oranda vergi alınmalıdır⁶⁷⁰. Bu suretle, vergilerin

⁶⁶⁵ von der Crone, s. 15, Rn. 27.

⁶⁶⁶ von der Crone, s. 15, Rn. 27; Klöhn, s. 192-193.

⁶⁶⁷ Wangemann, Micheal: *Finanzielle Anreize zur Steigerung der Hauptversammlungspräsenz in der Aktiengesellschaft*, Berlin: Peter Lang GmbH, 2008, s. 58; Fleischer/Strothotte, s. 228.

⁶⁶⁸ Leffers, Benedikt: *Die Einführung eines Präsenzbonus in Deutschland unter Berücksichtigung der «prima de asistencia» in Spanien*, Berlin: Peter Lang GmbH, 2015, s. 74.

⁶⁶⁹ Vogt, Hans-Ueli: *Aktionärsdemokratie Über die Möglichkeiten und Grenzen der Verwirklichung eines politischen Leitbildes im Aktienrecht, mit besonderer Berücksichtigung der Revision des schweizerischen Aktienrechts*, Zurich: Dike Verlag, 2012, s. 134-135; Baums, Theodor: *Corporate Governance und Anlegerschutz*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2013, s. 259; Leffers, s. 178.

⁶⁷⁰ Dallas, 348-349; Strand, s. 24; Chiu, Iris: *Reviving Shareholder Stewardship: Critically Examining the Impact of Corporate Transparency Reforms in the UK*, DJCL 2014, Vol. 38, No. 3, s. 1014.

yatırımcıların davranışlarını kontrol edici etkisinden yararlanılmaktadır⁶⁷¹. Böylelikle diğer yatırımcılara kıyasla daha fazla vergi ödemek zorunda kalan kısa vadeci yatırımcıların uzun vadeli yatırıma yöneleceği ve halka açık ortaklıklardaki uzun vadeci yatırımcı oranının artmasından dolayı ortaklık yöneticilerinin uzun vadeci yatırımcıların çıkarlarını dikkate almaya başlayacağı ifade edilmektedir⁶⁷². Nitekim ünlü iktisatçı *John Keynes* 1936 yılında yayımladığı “İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi” adlı eserde, ortaklıklar üzerindeki spekülasyon baskısının azalması için borsalarda gerçekleşen işlemlerden vergi alınmasının yararlı olacağını belirtmiştir⁶⁷³.

Pay sahiplerini kısa vadecilikten uzaklaştırmak için değişiklik yapılması önerilen ilk vergi türü işlem vergisidir (*transaction tax/die Transaktionssteuer*). İşlem vergisinde, payın satış değeri ve adediyle orantılı olarak vergi alınmaktadır. Örneğin, portföyündeki payını, satın aldıktan üç ay sonra satan yatırımcılardan %2, altı ay sonra satanlardan %1,5 ve bir yıl sonra satanlardan %1 işlem vergisi alınmaktadır⁶⁷⁴. İşlem vergisi pay sahiplerinin davranışları üzerinde etkili olmaktadır⁶⁷⁵.

İşlem vergisinin yanı sıra pay sahiplerinden alınan gelir vergisine ilişkin oranlarda da değişiklik yapılması önerilmektedir⁶⁷⁶. Buna göre pay sahibinin pay satışından elde ettiği gelir üzerinden, payın portföyde bekleme süresiyle orantılı olarak vergi alınmalıdır. Diğer bir deyişle, yatırımcılardan toplanan gelir vergisi oranı pay sahipliği süresiyle ters

⁶⁷¹ Wernsmann, Rainer: *Verhaltenslenkung in einem rationalen Steuersystem*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2005, s. 464.

⁶⁷² Fried, 1574; Duruigbo, Short Termism, s. 549 ve 551; Stiglitz, Joseph: *Using Tax Policy To Curb Speculative Short-Term Trading*, JFRS 1989, Vol. 3, s. 109.

⁶⁷³ Keynes, John: *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Zurich: International Relations and Security Network, s. 81 (<https://css.ethz.ch/en/services.html>). Ayrıca bkz. Dallas, s. 349.

⁶⁷⁴ İnci, s. 363.

⁶⁷⁵ Örneğin, ABD borsalarında pay alım-satımında uygulanan işlem vergisinin 1965 yılında kaldırılmasından sonra kısa vadeci davranış gösteren yatırımcı sayısının arttığı ve dolayısıyla yatırımcıların portföylerindeki payları değiştirme sıklıklarının yükseldiği gözlemlenmiştir (Dallas, 349).

⁶⁷⁶ Dallas, 349; Fried, 1560.

orantılı bir şekilde uygulanmaktadır⁶⁷⁷. Örneğin, ABD’de pay sahipliği süresi bir yılın altında ise pay satışından elde edilen getiriden %35; bir yılın üstünde ise %15 oranında gelir vergisi alınmaktadır⁶⁷⁸. Hatta söz konusu oranların kısa vadecilikle mücadelede yetersiz olduğu ve bu yüzden %35’lik oranın artırılması ve/veya %15’lik oranın azaltılması gerektiği ifade edilmektedir⁶⁷⁹.

Kısa vadeci pay sahiplerinden daha fazla vergi alınmasını hedefleyen bu öneriler, yatırımcıların, tasarruflarını vergi avantajı olan diğer ülkelere taşıyarak yabancı piyasalarda yatırım yapmaları ihtimalinden dolayı kanun koyucular tarafından pek kabul görmemektedir⁶⁸⁰. Keza Türkiye’de halka açık anonim ortaklıkların paylarının alım-satımından elde edilen kazançlar için uygulanan stopaj oranı %0 olarak belirlenmiştir⁶⁸¹. Bu yüzden pay sahiplerinden alınan söz konusu vergilere ilişkin uluslararası düzeyde geçerli bir vergilendirme sistemi getirilmesi önerilmektedir⁶⁸². Aksi hâlde vergiye ilişkin öneriler yatırımcıların davranışlarının değiştirilmesi konusunda önemli bir etkiye sahip olmayacaktır.

⁶⁷⁷ Roe, Corporate Short-Termism, s. 992; *The Aspen Institute*, s. 3.

⁶⁷⁸ *Quimby*, s. 410.

⁶⁷⁹ *Quimby*, s. 410; *Duruigbo*, Short Termism, s. 557.

⁶⁸⁰ *Duruigbo*, Short Termism, s. 552.

⁶⁸¹ GVK, geçici m. 67. Ayrıca bkz. 31.01.2025 tarihli 9487 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı (RG, 1.2.2025, S. 32800).

⁶⁸² *İnci*, s. 368.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ PAY SAHİBİ OLDUKLARI HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN YÖNETİMİNE KATILMASINI SAĞLAMADA KAMUYU AYDINLATMA

I. YÖNETİME KATILMAYI SAĞLAMAK İÇİN DİĞER ÇÖZÜM ÖNERİLERİ VE KAMUYU AYDINLATMA

Kolektif yatırım kuruluşlarının katılımcı pay sahipliği kapsamında hareket etmelerini sağlamak için öğretilen çeşitli çözüm önerileri sunulmuş, ancak söz konusu önerilerin bir kısmı eleştirilmiş ve kabul görmemiştir. Bu bölümde öncelikle, kabul edilmeyen önerilere kısaca değinilecek, sonrasında kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmasını sağlamak için tercih edilen kamuyu aydınlatma sistemi açıklanacaktır.

A- Diğer Çözüm Önerileri

1. Yatırımcılara Karşı Sadakat Yükümlülüğü

Yatırımcılar, kolektif yatırım kuruluşlarına bir portföy oluşturularak işletilmesi amacıyla tasarruflarını aktardığı için kolektif yatırım kuruluşları ile yatırımcılar arasındaki hukuki ilişkilerde güven yoğun bir biçimde bulunmaktadır. Sadakat (bağlılık) yükümlülüğü portföy işletmeciliği faaliyetinde özel bir önem taşıdığından mevzuatta açıkça düzenlenmektedir. Bu kapsamda kolektif yatırım kuruluşları portföy işletme faaliyetini yerine getirirken yatırımcıların çıkarını gözetmek zorundadırlar (SPKn m. 55/6; MenYatOT m. 42/1; YatFonT m. 5/2 ve 9/1).

Öğretide bazı yazarlar, kolektif yatırım kuruluşlarının katılımcı pay sahipliği kapsamında ortaklıkların yönetimine katılmasını sağlamak için kolektif yatırım kuruluşları ile yatırımcıları arasındaki hukuki ilişkiye⁶⁸³ odaklanmaktadır. Yazarlar kolektif yatırım kuruluşlarının sadakat yükümlülüğüne dayanarak, kolektif yatırım kuruluşlarının yatırımcılarının çıkarını koruyabilmek için pay sahibi olduğu halka açık anonim ortaklıklarda pasif bir şekilde beklemelerindense, aktif bir yatırım stratejisi izleyerek ortaklıkların yönetimine katılmaları gerektiğini ifade etmektedirler⁶⁸⁴. Diğer bir ifadeyle, kolektif yatırım kuruluşlarının katılımcı pay sahipliği kapsamında halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmasının sadakat yükümlülüğünün bir gereği olduğunu belirtmektedirler.

Bu öneriye karşı çıkan görüş ise sadakat yükümlülüğünün normatif bir düzenleme olarak yapılması gerekeni açıkladığını, ancak yapılması gerekenin nasıl yapılacağını belirtmediğini, söz konusu hâliyle kolektif yatırım kuruluşlarını aktif davranmaya açıkça teşvik etmediğini, aksi olsaydı zaten bugüne kadar kolektif yatırım kuruluşlarının tamamının katılımcı pay sahipliği stratejisi izlemiş olacağını, bununla birlikte kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahipliğinde aktif olmalarının ortaklıklarda değer artışına yol açıp açmadığının henüz ispat edilemediği de göz önüne alındığında kolektif yatırım kuruluşlarının sadakat yükümlülüğüne dayanılarak katılımcı pay sahipliği stratejisi izlemelerinin beklenemeyeceğini ifade etmektedir⁶⁸⁵.

2. Oy Kullanma Yükümlülüğü Öngörülmesi

Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahipliğinden kaynaklanan oy haklarını kullanmaları için mevzuatta bir yükümlülük öngörülmemiştir. Öğretide kolektif yatırım

⁶⁸³ Taraflar arasındaki hukuki ilişki için bkz. Birinci Bölüm, I, B, 2, c ve 3, c.

⁶⁸⁴ Birkmose, Hanne: *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, ECFR 2014, Vol. 11, No. 2, s. 229; Coffee, John: *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, CLR 1991, Vol. 91, No. 6, s. 1353.

⁶⁸⁵ İnci, s. 225.

kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmalarını sağlamak için, söz konusu kuruluşlar için pay sahibi olmalarından kaynaklanan oyları kullanma yükümlülüğü getirilmesi teklif edilmiştir⁶⁸⁶. Bu durumda, kolektif yatırım kuruluşları kanuni bir sorumluluğu yerine getirmek zorunda kalacaklarından oy kullanmaktan kaçınamayacaklardır⁶⁸⁷.

Kolektif yatırım kuruluşları bakımından oy kullanma yükümlülüğü öngörülmesi önerisi birçok nedenden dolayı kabul görmemiştir. İlk olarak, çeşitli çıkar çatışmalarının yaşandığı hâllerde kolektif yatırım kuruluşlarının sadakat yükümlülüğü gereği pay sahipliğinden kaynaklanan oyları kullanmaktan imtina etmelerinin gerekebileceği, bu yüzden her durumda oy kullanılmasını emreden bir yükümlülüğün sadakat yükümlülüğüyle çelişebileceği belirtilmektedir⁶⁸⁸. Gerçekten de kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerini yatırımcı lehine ve yatırımcının çıkarını gözetecek şekilde işletecekleri belirtilmiş (SPKn m. 52/3 ve 55/6; MenYatOT m. 42/1; YatFonT m. 5/2 ve 9/1), buna karşılık çıkar çatışmalarının kaçınılmaz olduğu durumlarda adil ve dürüst davranılması gerektiği ifade edilmiştir (PortYönŞT m. 10/1 ve 10/2-c). Dolayısıyla, kolektif yatırım kuruluşları oy kullanmaya veya kullanmamaya somut durumdaki çıkar çatışmalarına göre karar vermektedir.

İkincisi, oy kullanılmasına ilişkin bir yükümlülüğün öngörülmesi katılımcı pay sahipliğine teşvik etmekten ziyade, yasal bir zorunluluğu yerine getirme yükümlülüğüne (*box-ticking*) dönüşecektir. Katılımcı pay sahipliğinde kolektif yatırım kuruluşlarından beklenen şey, toplantı gündeminde yer alan konulara göre hazırlanmış bir şekilde ortaklıkların genel kurullarına katılıp oy kullanmalarıdır. Gerçekten de katılımcı pay sahipliğinin ortaklıklarda beklenen etkiyi yaratabilmesi için kolektif yatırım

⁶⁸⁶ Birkmose, Voting, s. 734.

⁶⁸⁷ İnci, s. 210.

⁶⁸⁸ Bassler, s. 489; Karmel, Roberta: *Should a Duty to the Corporation be Imposed on Institutional Shareholders*, BL 2004, Vol. 60, No. 1, s. 20.

kuruluşlarının oy haklarını bilinçli bir şekilde kullanmaları, diğer bir ifadeyle oylamadan önce toplantı gündemini dikkatli ve ayrıntılı bir şekilde incelemeleri ve söz konusu kararların ortaklık için önemini değerlendirmeleri gerekmektedir. Ancak oy kullanma yükümlülüğü bir angarya hâline geldiğinde, kolektif yatırım kuruluşları gerekli özeni göstermeden yalnızca kanuni sorumluluklarını yerine getirmek için genel kurul toplantılarına katılacak ve oylarını kullanacaklardır⁶⁸⁹.

Üçüncüsü, oy kullanılmasına ilişkin bir yükümlülüğün öngörülmesi kolektif yatırım kuruluşlarının maliyetlerini artıracaktır. Zira bu durumda kolektif yatırım kuruluşları halka açık anonim ortaklıkların genel kurul toplantılarının tamamına katılıp oy kullanmak zorunda olacaklarından maliyetleri de yükselecektir. Kolektif yatırım kuruluşları söz konusu maliyeti azaltmak için ortaklık yöneticilerinin önerileri doğrultusunda oylarını kullanacaklardır. Ancak katılımcı pay sahipliğinde, kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların yönetimine ve yönetimin izlediği politikaya eleştirel bir gözle bakmaları beklenmektedir. Bu yüzden kolektif yatırım kuruluşlarının maliyetlerini azaltmak için ortaklık yöneticilerini desteklemek durumunda kalmaları katılımcı pay sahipliğiyle uyuşmamaktadır⁶⁹⁰.

3. Yönetime Katılma Giderlerinin Ortaklıklar Tarafından Karşılanması

Kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinde yer alan ortaklık sayısının fazla olması halka açık anonim ortaklıkların faaliyetlerinin takip edilmesini zorlaştırmaktadır. Zira kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları ortaklıkların sayısı ne kadar fazlaysa, ortaklıkların faaliyetlerini ve geleceğe ilişkin beklentilerini izlemek de bir o kadar maliyetlidir. Bununla birlikte kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların her birinin yönetimine katılmak için gösterecekleri genel

⁶⁸⁹ Birkmose, Voting, s. 735; Bachmann, Gregor: *Reform der Corporate Governance in Deutschland*, AG 16/2012, s. 575-576.

⁶⁹⁰ Birkmose, Voting, s. 735; İnci, s. 212.

kurula katılma, kişisel görüşmeler, kampanya yürütülmesi gibi çabalar da söz konusu maliyeti artırmaktadır. Gerçekten de kolektif yatırım kuruluşları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılırken ortaklığı analiz etmeli, ortaklığın ekonomik performansını artırmak için bir strateji geliştirmeli ve bütün bunları ortaklıkların yönetiminde uygulamaya çalışmalıdır. Ancak kolektif yatırım kuruluşları söz konusu faaliyetlerin yarattığı giderleri üstlenmek istememekte ve bu yüzden ortaklık yönetimine katılmaktansa paylarını satarak ortaklıktan ayrılmayı tercih etmektedirler⁶⁹¹.

Bu durum karşısında kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmalarını ekonomik anlamda teşvik etmek amacıyla, ortaklık yönetimine katılmaktan kaynaklanan giderlerin ortaklıklar tarafından karşılanması önerilmiştir⁶⁹². Giderlerin ortaklık tarafından karşılanması katılım maliyetlerini azaltacağından, ortaklıkların yönetimine katılmak kolektif yatırım kuruluşları için çekici olabilecektir⁶⁹³. Ayrıca giderlerin ortaklık tarafından karşılanmasıyla, ortaklık yönetimine katılan pay sahipleri ile katılmayanlar arasında meydana gelen karşılıksız yararlanma sorunu⁶⁹⁴ büyük ölçüde önemini yitirecektir⁶⁹⁵. Bu gerekçelerden dolayı, kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklık yönetimine katılma giderlerinin ortaklık tarafından karşılanabileceği ve ortaklıklar hukukunun, pay sahiplerinden kaynaklanan giderlerin ortaklıkça ödenmesine yabancı olmadığı belirtilmektedir. Alman hukukunda azınlık pay sahiplerinin çağrı haklarını kullanarak ortaklık genel kurulunun toplantıya çağırdıklarında toplantı masraflarının ve eğer azınlığın çağrı talebi yönetim kurulunca reddedilmiş ve buna karşılık azınlık pay sahiplerinin talebi üzerine mahkeme aracılığıyla genel kurulun toplanmasına karar verilmişse yargılama giderlerinin ortaklıkça karşılanacağı yönündeki

⁶⁹¹ Bkz. İkinci Bölüm, II, C, 2.

⁶⁹² Habersack, Mathias: *Staatliche und halbstaatliche Eingriffe in die Unternehmensführung*, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2012, s. 88; İnci, s. 226-227.

⁶⁹³ İnci, s. 227.

⁶⁹⁴ Bkz. İkinci Bölüm, III, C, 5, b.

⁶⁹⁵ Bebchuk, Lucian: *Letting Shareholders Set the Rules*, HLR 2006, Vol. 119, No. 6, s. 1799.

açık hükmün (AktG §122/4⁶⁹⁶), kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılma giderlerinin ortaklık tarafından karşılanması konusunda örnek teşkil edebileceği ifade edilmektedir⁶⁹⁷.

Kolektif yatırım kuruluşlarının katılma giderlerinin ortaklık tarafından karşılanması önerisi yukarıdaki diğer öneriler gibi kabul görmemektedir. Zira ortaklıkların kolektif yatırım kuruluşlarının hangi giderlerini ne oranda karşılayabileceği büyük bir belirsizlik barındırmaktadır. Halka açık anonim ortaklıklarda pay sahibi olan kolektif yatırım kuruluşlarının oranı her geçen gün artmaktadır. Bu artışa paralel olarak ortaklıkların katlanması gereken giderler de artacaktır. Ortaklıklar bakımından böyle bir gider kalemi oluşturulması, ortaklıkların yeni projeler geliştirmelerini ve yeni yatırımlar yapmalarını sınırlandıracaktır⁶⁹⁸. Bununla birlikte kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklık yönetimine katılma konusundaki çaba ve çalışmalarının başarıyla sonuçlanıp sonuçlanmayacağı ve başarının hangi kritere göre belirleneceği de belirsizdir. Gerçekten de kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılırken izleyecekleri stratejilerin, uygulayacakları kampanyaların ortaklıkların başarısını ve performansını ne oranda geliştirebileceğini öngörmek kolay değildir⁶⁹⁹.

4. Ortaklıklarda Edinilecek Pay Miktarının Artırılması

Öğretide, kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıklarda sahip olabilecekleri pay miktarına ilişkin kuralların gevşetilerek, kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklıklarda daha fazla paya sahip olmalarına imkân tanınabileceği ve böylelikle kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklıklardaki oy güçlerinin ve ortaklık yönetimini etkileme

⁶⁹⁶ Türk hukukundaki benzer hüküm için bkz. TTK m. 444. Yargılama giderlerinin anonim ortaklıkça ödeneceğini kabul eden diğer hükümler için bkz. TTK m. 191/3, 493/5 ve 555/2.

⁶⁹⁷ *İnci*, s. 228.

⁶⁹⁸ *İnci*, s. 228.

⁶⁹⁹ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 5.

potansiyellerinin artacağı ifade edilmektedir⁷⁰⁰. Ayrıca kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıklarda sahip olabilecekleri pay miktarı arttıkça, portföylerinde yer alan ortaklıkların sayısının ve dolayısıyla katılımcı pay sahipliğinden kaynaklanan giderlerin azalacağı ve karşılıksız yararlanma sorununun⁷⁰¹ hafifleyeceği belirtilmektedir⁷⁰².

Kolektif yatırım kuruluşlarının katılımcı pay sahipliği kapsamında ortaklıkların yönetimine katılımını sağlamak için getirilen bu öneri de kabul edilmemektedir. Zira söz konusu öneri kolektif yatırım kuruluşlarına hâkim olan ilkeler arasında yer alan riskin dağıtılması ilkesiyle⁷⁰³ çelişmektedir. Gerçekten de riskin dağıtılması ilkesi, portföyde meydana gelebilecek zarar miktarını olabildiğince azaltmayı amaçlamaktadır. Kolektif yatırım kuruluşlarını aktif davranmaya sevk etmek için yatırım yaptıkları halka açık anonim ortaklıklarda sahip olabilecekleri pay miktarını artırmak, kolektif yatırım kuruluşlarına yatırım yapan yatırımcıları maddi zarar riskiyle karşı karşıya bırakmaktadır⁷⁰⁴.

B- Kamuyu Aydınlatmaya Yönelik Düzenlemelerle Sorunun Çözülmesi

1. Kamuyu Aydınlatma Kavramı

Sermaye piyasası hukukundaki düzenlemeler temel olarak kamuyu aydınlatma, yasaklar ve kontrol rejimine dayalı üçlü bir yapıdan oluşmaktadır⁷⁰⁵. Kamuyu aydınlatma (*disclosure/die Publizität*), bilginin kamuya açıklanması suretiyle üçüncü kişilere söz

⁷⁰⁰ *İnci*, s. 230.

⁷⁰¹ Bkz. İkinci Bölüm, III, C, 5, b.

⁷⁰² *İnci*, s. 230; *Fleischer/Strothotte*, s. 225.

⁷⁰³ Riskin dağıtılması ilkesi için bkz. Birinci Bölüm, I, C, 1.

⁷⁰⁴ *İnci*, s. 231.

⁷⁰⁵ *Veil*, Rüdiger: *Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht* (Hrsg. *Veil*, Rüdiger), Aufl. 3, Tübingen: Mohr Siebeck, 2022, s. 37.

konusu bilgiye erişme imkânı tanıyarak sermaye piyasalarında şeffaflık sağlamaktadır⁷⁰⁶. Yasaklar, sermaye piyasalarında yatırımcıların güvenini zedeleyen ve piyasaların fonksiyonunu veya finansal istikrarı bozan belirli davranışların yapılmamasını emretmektedir⁷⁰⁷. Kontrol rejimi ise sermaye piyasalarındaki suistimalleri önlemenin ve engellenmenin yanı sıra piyasa ile ilgili bilgilerin “kaliteli” olmasını ve yasakların uygulanmasını sağlamaktadır⁷⁰⁸.

Kamuyu aydınlatma, piyasaya kamuyu aydınlatan hakkında gerekli bilgileri sağladığı için sermaye piyasası hukukunda önemli bir yere sahiptir⁷⁰⁹. Kamuyu aydınlatmanın bilgi fonksiyonu, gözetim fonksiyonu ve düzenleyici fonksiyonu bulunmaktadır⁷¹⁰. Yatırımcılar kendilerine verilen bilgi sayesinde yatırımlarının kalitesini değerlendirmektedir (bilgi fonksiyonu). Örneğin, yatırımcılar halka açık bir anonim ortaklığın payını satın aldıklarında, söz konusu ortaklığın kâr beklentilerini ve karşılaşılabileceği riskleri yalnızca portföylerinde yer alan paylardan anlayamazlar (*hidden information*). Bu durum karşısında ihraççılar, ihraç ettikleri sermaye piyasası araçlarına ilişkin bazı bilgileri açıklamalıdır ki (*signaling*), yatırımcılar yatırım yapmayı düşündükleri veya yatırım yaptıkları sermaye piyasası araçları ve ihraççıları hakkında bilgi sahibi olup değerlendirme yapabilsinler⁷¹¹. Böylelikle yatırımcılar ve ihraççılar arasındaki çıkar çatışmaları çözülmekte ve ayrıca yatırımcılar optimal yatırım kararı verebilmektedir⁷¹².

⁷⁰⁶ *Veil*, s. 37; *Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 187. Ayrıca bkz. SPKn m. 1/1 ve SPFinRT m. 1/1.

⁷⁰⁷ *Veil*, s. 43.

⁷⁰⁸ *Veil*, s. 45.

⁷⁰⁹ *Brinckmann*, Hendrik: *Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht* (Hrsg. *Veil*, Rüdiger), Aufl. 3, Tübingen: Mohr Siebeck, 2022, s. 275.

⁷¹⁰ *Veil*, s. 37.

⁷¹¹ *Veil*, s. 38.

⁷¹² *Brinckmann*, s. 275.

Kamuyu aydınlatma, ortaklıkların devlet tarafından daha iyi gözetilmesine de hizmet etmektedir (gözetim fonksiyonu). Ortaklıkların yayımladıkları finansal ve finansal olmayan bilgiler, denetim makamlarının bilgiye daha kolay erişmesini sağlayarak piyasa gözetimini iyileştirmektedir⁷¹³.

Nihayet, kamuyu aydınlatma kurumsal yönetim, uyum (*compliance*) veya bilanço raporlaması gibi davranış gerekliliklerinin düzenlenmesinde de kullanılmaktadır (düzenleyici fonksiyon). Kanun koyucular, piyasa katılımcılarının gerçekleştirmesini beklediği davranışları doğrudan düzenlemek yerine, piyasa katılımcıları bakımından ilgili konularda kamuyu aydınlatma düzenlemeleri öngörerek onların davranışlarını dolaylı olarak yönlendirmektedirler (*nudging*). Gerçekten de piyasa katılımcılarının bazı davranışları gerçekleştirmelerini veya gerçekleştirmemelerini emretmek yerine, piyasa katılımcıları bakımından kamuyu aydınlatma düzenlemeleri öngörmek daha orantılı bir çözümdür. Piyasa katılımcıları kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirirken aynı zamanda kendilerinden beklenen davranış biçimine uygun davranmaya çalışmaktadırlar. Zira kamuyu aydınlatma, muhatapları ve muhatapların itibarını tüketiciler, yatırımcılar, diğer ortaklıklar, menfaat grupları ve diğer paydaşlar tarafından kontrole tabi tutmaktadır⁷¹⁴. Bu durum karşısında piyasa katılımcıları kamuoyunda olumsuz bir kanaatin oluşmasını istememektedirler.

2. Yönetime Katılmada Kamuyu Aydınlatma

Yukarıda açıklanan diğer çözüm önerileri ve bu öneriler karşısında ileri sürülen eleştirilerden sonra, kolektif yatırım kuruluşlarının faaliyetlerinde şeffaflık sağlanarak söz konusu amaca ulaşılması düşünülmüş ve bu kapsamda kamuyu aydınlatma esasına dayalı düzenlemeler öngörülmeye başlanmıştır⁷¹⁵. Nitekim 2007-2009 yıllarında yaşanan

⁷¹³ *Veil*, s. 43.

⁷¹⁴ *Veil*, s. 42-43.

⁷¹⁵ *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134a Rn. 9.

küresel ekonomik krize kadar, kolektif yatırım kuruluşlarının portföy işletmeciliği faaliyeti esnasında pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılıp katılmadıkları, katılıyorlarsa bunu nasıl gerçekleştirdikleri ve katılımlarında izledikleri amaçları veya katılmıyorlarsa neden katılmadıkları gibi konularda şeffaflığın yeterince sağlanmadığı ifade edilmektedir⁷¹⁶.

Kolektif yatırım kuruluşlarının faaliyetlerinde şeffaflık sağlayarak yönetime katılmaya teşvik eden düzenlemelerin içerikleri birebir aynı olmasa da söz konusu düzenlemeler aracılığıyla genel olarak kuruluşların, katılım politikalarını (*engagement policy/die Mitwirkungspolitik*), katılım politikalarını nasıl uyguladıklarını ve yatırım stratejilerini (*investment strategy/die Anlagestrategie*) kamuya açıklamaları beklenmektedir. Katılım politikalarında özellikle pay sahipliği haklarının nasıl kullanılacağı, ortaklıklarla ilgili önemli konuların nasıl izleneceği, ortaklığın organlarıyla ve diğer çıkar gruplarıyla nasıl fikir alışverişi yapılacağı, diğer pay sahipleriyle nasıl birlikte çalışılabileceği, çıkar çatışmalarıyla nasıl başa çıkılacağı gibi konuları açıklanmaktadır. Katılım politikaları açıklandıktan sonra, söz konusu politikaların uygulamada nasıl gerçekleştirildiği raporlanmaktadır. Yatırım stratejilerinde ise yatırım kriterleri ana hatlarıyla açıklanmakta, yatırım stratejilerinin kolektif yatırım kuruluşlarının sorumluluklarıyla uygunluğu ve işlettikleri portföylerin orta ve uzun vadeli değerine nasıl katkı sağlayacağı hakkında bilgi verilmektedir⁷¹⁷.

Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmalarında kamuyu aydınlatmaları iki amaca hizmet etmektedir. Şeffaflığın sağlanması, kolektif yatırım kuruluşları üzerinde bir baskı yaratarak önceden ilan edilen politikaların ve stratejilerin uygulanmasını teşvik

⁷¹⁶ Veil, s. 478; Rieckers, § 134a Rn. 6.

⁷¹⁷ Rieckers, § 134c Rn. 12-13; Arnold, Münchener Kommentar, § 134c Rn. 3.

etmektedir⁷¹⁸ (birinci amaç). Kolektif yatırım kuruluşları kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirirken, kamuoyunda olumsuz bir kanaatin oluşmasını engellemek için kendilerinden beklenen davranış biçimine uygun davranmaya çalışacaklardır (kamuyu aydınlatmanın düzenleyici fonksiyonu⁷¹⁹). Gerçekten de kolektif yatırım kuruluşlarının kamuyu aydınlatmasına ilişkin düzenlemelerle pay sahibi olarak sorumluluklarını kabul eden, pay sahipliği haklarını ve diğer araçları aktif bir şekilde kullanan bir yatırımcı kitlesi oluşturmak istenmektedir⁷²⁰. Kolektif yatırım kuruluşlarının katılım politikalarını ve yatırım stratejilerini yerine getirmek için gösterecekleri çaba ve eylemler halka açık anonim ortaklıkların kurumsal yönetimleri ile finansal ve finansal olmayan performanslarını iyileştirerek ortaklıkları uzun vadeli değer yaratan ortaklıklara dönüştürecektir⁷²¹.

Ayrıca şeffaflık sağlandığında, kolektif yatırım kuruluşları kendilerine yatırım yapan yatırımcılara karşı hesap vereceklerdir⁷²² (ikinci amaç). Kolektif yatırım kuruluşları portföy işletmeciliği faaliyeti için yatırımcılardan toplamış oldukları fonları nasıl, ne amaçla ve hangi yöntemleri takip ederek kullandıklarını ve portföy işletmeciliği faaliyetinin sonuçlarını ayrıntılı olarak kamuya açıklayacaklardır. Böylelikle kolektif yatırım kuruluşlarının portföy işletmeciliği faaliyetinde daha sorumlu ve özenli davranması sağlanarak kendilerine aktarılan fonları kötüye kullanmalarının önüne geçilmesi ve yatırımcıların sermaye piyasalarına duydukları güvenin güçlendirilmesi hedeflenmektedir⁷²³. Gerçekten de kolektif yatırım kuruluşlarının yapacağı açıklamalar esasen onların pay sahipleri demokrasisi yaklaşımını nasıl ele aldıklarını

⁷¹⁸ *Rieckers*, § 134a Rn. 9.

⁷¹⁹ Bkz. Üçüncü Bölüm, I, B, 1.

⁷²⁰ *Schneider*, s. 528.

⁷²¹ *Rieckers*, § 134a Rn. 6; *Splinter*, § 134b Rn. 1; *Ringe*, Stewardship, s. 90; *Schneider*, s. 528; *Macneil*, s. 429-430.

⁷²² *Rieckers*, § 134a Rn. 6; *Ringe*, Stewardship, s. 90; *Zetzsche*, Asset Manager und Asset Owner, s. 637; *Macneil*, s. 425.

⁷²³ *Rieckers*, § 134a Rn. 6; *Splinter*, § 134b Rn. 1; *Ringe*, Stewardship, s. 90.

göstermektedir⁷²⁴. Yatırımcılar kolektif yatırım kuruluşlarının, ilan ettikleri politikalara ve stratejilere uygun davranıp davranmadığını kontrol ederek geleceğe ilişkin yatırım kararlarını şekillendirmektedirler⁷²⁵. Bu kapsamda belirtmek gerekir ki yatırımcılar kolektif yatırım kuruluşlarınca yayımlanan katılım politikalarına, katılım politikalarının nasıl uygulandığına ilişkin rapora ve yatırım stratejilerine önem vermezlerse, söz konusu kamuyu aydınlatma hükümlerinin tek başına katılımcı pay sahipliğini teşvik etmekte yetersiz kalabileceği ifade edilmektedir⁷²⁶.

II. KAMUYU AYDINLATMAYLA İLGİLİ DÜZENLEMELERİN SINIFLANDIRILMASI

Kolektif yatırım kuruluşlarının kamuyu aydınlatmasıyla ilgili düzenlemeleri açıklamadan önce, bu bölümde söz konusu düzenlemelerin nasıl sınıflandırıldıkları izah edilecektir.

A- Hazırlayan Bakımından

Kolektif yatırım kuruluşlarının kamuyu aydınlatmasıyla ilgili düzenlemeler hazırlayan bakımından iki ana başlık altında sınıflandırılmaktadır⁷²⁷. İlk grupta yer alan düzenlemeler özel sektör temsilcileri tarafından hazırlanarak yayımlanmaktadır. Bu kapsamda kolektif yatırım kuruluşlarının bizzat kendileri veya onları temsil eden kuruluşlar veya finansal piyasalarda yer alan çeşitli paydaşları -örneğin yatırımcıları- temsil eden kuruluşlar söz konusu düzenlemeleri hazırlamaktadırlar⁷²⁸. Hazırlayanlar

⁷²⁴ Forstmoser, Stärkung der Aktionärsdemokratie, s. 26.

⁷²⁵ Rieckers, § 134a Rn. 6; Zetzsche, Asset Manager und Asset Owner, s. 637; Arnold, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 2.

⁷²⁶ Moslein/Sørensen, Long-Termism, s. 424-425.

⁷²⁷ Düzenlemeleri hazırlayanlar bakımından yapılan diğer sınıflandırmalar için bkz. Hill, s. 507-509; Alvaro/Maugeri/Strampelli, s. 23-24.

⁷²⁸ Alvaro/Maugeri/Strampelli, s. 23-24; Katelouzou, Dionysia/Siems, Mathias: *The Global Diffusion of Stewardship Codes*, ECGI 2020, Working Paper No: 526/2020, s. 33.

arasında ulusal kuruluşlar bulunduğu gibi uluslararası kuruluşlar da bulunmaktadır⁷²⁹. Hazırlayanlar ile uygulayanlar aynı kurum ve kuruluşlar olduğu takdirde söz konusu düzenlemeler “öz düzenleyici” (*self regulatory/selbstregulierend*) düzenlemeler olarak adlandırılmaktadır⁷³⁰.

İkinci grupta yer alan düzenlemeler ise kamu otoriteleri tarafından hazırlanmaktadır. Bu kapsamda kanun koyucular veya sermaye piyasası otoriteleri veyahut devlet adına hareket eden komiteler söz konusu düzenlemeleri oluşturmaktadırlar⁷³¹. Belirtmek gerekir ki bazı ülkelerde aynı anda birden fazla düzenleme bulunabilmektedir. Örneğin ABD’de özel sektör temsilcileri tarafından hazırlanmış birkaç düzenleme bulunmaktayken⁷³², Almanya’da ise hem kamu otoritesi tarafından hem de özel sektör temsilcileri tarafından hazırlanmış düzenlemeler bulunmaktadır⁷³³. Eş zamanlı olarak birden fazla düzenlemenin bulunmasının nedeni, söz konusu düzenlemelerin genellikle “uy ya da açıkla” prensibine veya tamamen gönüllülük esasına dayalı olmalarıdır⁷³⁴.

B- Kapsam Bakımından

Kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin kapsayabilecekleri sermaye piyasası kurumları üç ana başlık altında toplanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, portföy işletmeciliği faaliyetinde halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılma konusunda üç ayrı grubun kamuyu aydınlatmasına ilişkin hükümler öngörülmektedir. Söz konusu düzenlemelerin kapsamında yer alan kurum ve kuruluşların tür ve özellikleri düzenlemeleri hazırlayanların tercihlerine göre farklılıklar gösterdiğinden,

⁷²⁹ Katelouzou/Siems, s. 33.

⁷³⁰ Balp/Strampelli, s. 151; Ringe, Stewardship, s. 110.

⁷³¹ Alvaro/Maugeri/Strampelli, s. 23; Katelouzou/Siems, s. 32.

⁷³² ABD hukukundaki düzenlemeler için bkz. Üçüncü Bölüm, III, B, 2, b.

⁷³³ Alman hukukundaki düzenlemeler için bkz. Üçüncü Bölüm, III, B, 2, f.

⁷³⁴ Söz konusu düzenlemelerin uyum zorunluluğu bakımından sınıflandırılması hakkında bkz. Üçüncü Bölüm, II, D.

düzenlemelerin kapsadığı gruplar portföy işletmeciliği faaliyetindeki fonksiyonlarına göre açıklanacaktır.

Kamuyu aydınlatmaları için birtakım kuralların öngörüldüğü ilk grup, emeklilik fonları, sigorta ortaklıkları, varlık fonları, kolektif yatırım kuruluşları ve yatırım fonlarının tüzel kişiliği olmaması nedeniyle portföy yönetim ortaklıkları gibi kurumsal yatırımcılardan oluşmaktadır (*varlık sahipleri/asset owners/die Aktieneigentümer*). Söz konusu kurumsal yatırımcılar farklı tür ve özelliklerde bulunsalar dahi portföy işletmeciliği faaliyetindeki fonksiyonları ortaktır. Bu kurumsal yatırımcılar üçüncü kişilerden topladıkları sermayeyi yine üçüncü kişilerin ekonomik çıkarları doğrultusunda bir havuzda toplayıp bizzat kendileri varlık sahibi olarak işletmektedirler⁷³⁵. İlk gruba dahil olan yatırımcılar katılım politikalarını, katılım politikalarının nasıl uyguladıklarını ve yatırım stratejilerini açıklayarak kamuyu aydınlatmaktadırlar.

İkinci grupta, kolektif portföy yöneticiliği faaliyetini⁷³⁶ yerine getiren portföy yönetim ortaklıkları yer almaktadır (*varlık yöneticileri/asset managers/die Vermögensverwalter*). Bu kapsamda, kolektif portföy yöneticiliği hizmeti veren portföy yönetim ortaklıkları bakımından kamuyu aydınlatmaları için bazı kurallar öngörülmektedir. İkinci grupta yer alan portföy yönetim ortaklıklarının portföy işletmeciliği faaliyetindeki ortak fonksiyonu, diğer kolektif yatırım kuruluşlarının üçüncü kişilerden topladıkları sermayeleri kullanarak bir portföy oluşturmaları ve bu portföyü onlar adına vekil sıfatıyla işletmeleridir.

Portföy yönetim ortaklıkları hem birinci grupta hem de ikinci grupta yer alabilmektedirler. Şayet portföy yönetim ortaklıkları kurucusu oldukları fonların portföylerini işletiyorlarsa birinci grup kapsamında bulunmaktadırlar; çünkü varlık sahibi

⁷³⁵ Faure, s. 125; Wohlmann, s. 463; Macneil, s. 435.

⁷³⁶ Kolektif portföy yöneticiliği hakkında bkz. Birinci Bölüm, II, B.

olarak bizzat kendi mülkiyetlerinde yer alan portföyleri işletiyorlardır. Ancak portföy yönetim ortaklıkları diğer kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerini kolektif portföy yöneticiliği kapsamında işletiyorlarsa ikinci grup kapsamında raporlarını hazırlayarak kamuya duyuracaklardır; çünkü portföy yönetim ortaklıkları kendilerine ait olmayan bir portföyü varlık yöneticisi sıfatıyla işlettiklerinden mülkiyetin ve kontrolün ayrışmasından kaynaklanabilecek vekil-müvekkil ilişkisi⁷³⁷ yeni bir boyut kazanmaktadır⁷³⁸. Diğer bir ifadeyle yatırımcı, kolektif yatırım kuruluşu (varlık sahibi) ve halka açık anonim ortaklık şeklinde kurulmuş olan yatırım zincirine yeni bir halka daha eklenmekte ve yatırım zinciri artık yatırımcı, kolektif yatırım kuruluşu (varlık sahibi), portföy yönetim ortaklığı (varlık yöneticisi) ve halka açık anonim ortaklıktan oluşmaktadır.

Gerçekten de üçüncü kişilerden fon toplayan kurum ile bu fonu yöneten kurum birbirinden ayrıldığında kolektif yatırım kuruluşlarına sermayelerini aktaran yatırımcıların ayrıca korunması gerekmektedir⁷³⁹. Zira yatırımcılar tasarruflarını aktardıkları kolektif yatırım kuruluşlarının katılım politikalarına ve yatırım stratejilerine güvenerek yatırım yapmışlardır, ancak yatırımcılardan toplanan sermaye onlara yabancı olan bir portföy yönetim ortaklığı tarafından işletilmektedir. Örneğin, yatırımcılar uzun vadeli yatırım stratejisi izlediğini düşündükleri kolektif yatırım kuruluşuna yatırım yapsalar da portföy yönetim ortaklığı kısa vadeli yatırım stratejisi izleyebilir⁷⁴⁰.

Üçüncü grupta ise yatırım danışmanları, vekâlet danışmanları, veri ve araştırma sağlayıcıları gibi sermaye piyasası kurumları bulunmaktadır. Üçüncü grupta yer alan sermaye piyasası kurumları yukarıda sayılanlarla sınırlı değildir ve kapsamı ülkeden

⁷³⁷ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 4, a.

⁷³⁸ Katelouzou, Dionysia: *The Purpose of Investor Stewardship*, ECGI 2025, Working Paper No: 831/2025, s. 12-13.

⁷³⁹ Rieckers, § 134c Rn. 7.

⁷⁴⁰ Hirt, Hans-Christoph: *Perspektive aus der Praxis: Das Verhältnis zwischen institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern als Ansatzpunkt zur Weiterentwicklung der Corporate Governance*, ZGR 2-3/2012, s. 284.

ülkeye değişiklik gösterebilmektedir. Örneğin, Türkçe’ye “vekâlet danışmanları” olarak çevirebileceğimiz “*proxy advisors*”lar Alman hukukunda “*die Stimmrechtberater*” (oy hakkı danışmanı) olarak adlandırılmaktadır (AktG § 134a/1-3) ve Türk hukukunda bu kurumun birebir karşılığı bulunmamaktadır⁷⁴¹. İngiltere’de faaliyette bulunan Finansal Raporlama Konseyi’nin (*Financial Reporting Council/FRC*) açıklamalarına göre üçüncü grupta yer alan sermaye piyasası kurumlarının portföy işletmeciliği faaliyetindeki ortak fonksiyonu, bir ve ikinci grupta yer alan kurumların halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmalarında çeşitli konularda yardım etmeleridir⁷⁴² (*hizmet sağlayıcıları/service providers/die Dienstleistungsunternehmen*).

Belirtmek gerekir ki aşağıda çeşitli hukuk sistemlerindeki düzenlemelerin kapsamı hakkında bilgi verilirken, birinci grupta yer alan sermaye piyasası kurumları için varlık sahipleri, ikinci grupta yer alan sermaye piyasası kurumları için varlık yöneticileri ve üçüncü grupta yer alan sermaye piyasası kurumları için ise hizmet sağlayıcıları terimleri kullanılacaktır. Yukarıda izah edildiği üzere kolektif yatırım kuruluşları varlık sahipleri içerisinde, portföy yönetim ortaklıkları ise varlık sahipleri veya varlık yöneticileri içerisinde yer almaktadırlar.

C- Düzenlenme Şekli Bakımından

Kolektif yatırım kuruluşlarının kamuyu aydınlatmasına ilişkin düzenlemeler iki farklı şekilde hazırlanmaktadır⁷⁴³. Bunlardan ilki, söz konusu düzenlemelerin ilkelere dayandırılmasıdır (*principles based regulation/die prinzipien-orientierte Regulierung*). İlke bazlı düzenlemeler, birçok hukuk sisteminde “*Stewardship Code*” adıyla⁷⁴⁴ ve genel

⁷⁴¹ Karş. TTK m. 429 ve TTK m. 429/3’ün gerekçesi.

⁷⁴² <https://www.frc.org.uk/library/standards-codes-policy/stewardship/uk-stewardship-code/>.

⁷⁴³ *Lopucki*, s. 1509.

⁷⁴⁴ Bazı hukuk sistemlerinde “*stewardship*” terimi yerine “*responsible ownership*” veya “*institutional investors*”; “*code*” terimi yerine “*principles*” veya “*guidelines*” terimleri kullanılmaktadır (*Katelouzou/Siems*, s. 4). Hukuk sistemlerinde kullanılan terimleri karşılaştırmak için bkz. *Katelouzou/Siems*, s. 5-7.

kanunların dışında ayrı bir metin olarak düzenlenmektedir. Kolektif yatırım kuruluşlarının katılımcı pay sahipliği kapsamındaki faaliyetlerinde kamuyu aydınlatmasına ilişkin ilk düzenleme İngiltere’de 2010 yılında “*The UK Stewardship Code*” adıyla yürürlüğe girmiş ve bundan sonra benzer biçimde ilke bazlı düzenlemeler hazırlayan ülkeler, kurumlar ve kuruluşlar da genellikle “*Stewardship Code*” adını kullanmışlardır.

“*Code*” yaklaşımı esasen Anglo-Sakson hukuk sisteminde tercih edilmekte ve “Kurumsal Yönetim Kodu”ndan (*Corporate Governance Code*) dolayı uluslararası hukukta bilinmektedir⁷⁴⁵. “*Stewardship*” terimi, *Oxford* sözlüğünde “bir şeyi, örneğin mülkiyeti, organizasyonu, parayı veya değerli nesneyi gözetme veya yönetme” şeklinde tanımlanmaktadır⁷⁴⁶. “*Stewardship Code*” kavramının Türkçe karşılığını belirlemek için bu kavramı konu kapsamında değerlendirmek gerekmektedir. Yukarıda izah ettiğimiz üzere katılımcı pay sahipliğinde (*shareholder engagement*⁷⁴⁷) kapsamında ortaklıkların yönetimine katılmak, kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların geleceğini ilgilendiren iş ve işlemlerde gözetim rolü üstlenerek ortaklık yönetiminde etkili olmaları anlamına gelmektedir⁷⁴⁸. Bu açıklamalardan hareketle “*Stewardship Code*” kavramının “Gözetim Kodu” olarak ifade edilebileceği kanaatindeyiz.

⁷⁴⁵ “*Corporate Governance Code*” halka açık anonim ortaklıklara, “*Stewardship Code*” ise kolektif yatırım kuruluşlarının da içerisinde bulunduğu kurumsal yatırımcılara yöneliktir.

⁷⁴⁶ <https://www.oxfordlearnersdictionaries.com/>. “*Stewardship*” terimi yatırım hukukunda yeni bir terim olsa da bu terimin kökenleri esasen orta çağa dayanmaktadır. Söz konusu terim çeşitli disiplinlerde farklı anlamlarda kullanılabilmektedir. “*Stewardship*” teriminin kullanım biçimleri için bkz. Katelouzou, Dionysia: *The Unseen ‘Others’: A Framework for Investor Stewardship*, ECGI 2024, Working Paper No: 793/2024, s. 6-8.

⁷⁴⁷ Öğretide bazı yazarlar “*shareholder engagement*” ve “*stewardship*” terimlerini birbirlerini yerine kullanmaktadır (*Ringe*, *Stewardship*, s. 88; *Balp/Strampelli*, s. 147).

⁷⁴⁸ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 1.

İlke bazlı düzenlemelerde, genel hüküm benzeri formüle edilmiş ilkeler aracılığıyla hedeflere odaklanılmaktadır⁷⁴⁹. Bu kapsamda ayrıntılı hükümlere yer vermek yerine genel ilkeler belirlenmekte ve böylelikle ilkelerin nasıl uygulanacağına karar verilmesi konusunda normun muhataplarına bir esneklik tanınmaktadır⁷⁵⁰. Gerçekten de katılımcı pay sahipliğinin uygulanmasında bütün kolektif yatırım kuruluşlarını kapsayacak tek tip (*one size fits all*) bir uygulama geliştirmek, kolektif yatırım kuruluşlarının büyüklüklerinin, yapılarının ve türlerinin birbirinden farklı olduğu düşünüldüğünde her zaman uygun çözümler sunmamaktadır⁷⁵¹.

İlke bazlı düzenlemeler, ilkelerin yanı sıra kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılırken izleyebilecekleri bir kılavuzu (*guidance/Anleitung*) veya en iyi uygulama örneklerini (*best practices/bewährte Verfahren*) barındırmaktadır⁷⁵². Bu düzenlemelerde her ilkenin altında, kolektif yatırım kuruluşlarının söz konusu ilkeler kapsamındaki faaliyetlerinin neler olabileceği ve bu faaliyetlerin sonuçlarıyla ilgili hangi bilgilerin kamuya açıklanması gerektiği örnekleme yoluyla sınırlı olmayacak biçimde açıklanmaktadır.

Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmasına ilişkin düzenlemelerin şekli bakımından izlenen ikinci yöntem kural bazlı düzenlemelerdir (*rules based regulation/regelbasierte Regulierung*). Kural bazlı düzenlemeler, “Code” gibi ayrı bir düzenleme içerisinde değil, genel veya özel bir kanun içerisinde yer almaktadır. Kural bazlı düzenlemelere örnek olarak AktG § 134a-134d’de ve Avusturya Borsa Kanunu (BörseG) § 185-188’de yer alan hükümler verilebilir. Kural bazlı düzenlemelerde, ilke bazlı düzenlemelerin aksine,

⁷⁴⁹ Wundenberg, Malte: *Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht* (Hrsg. Veil, Rüdiger), Aufl. 3, Tübingen: Mohr Siebeck, 2022, s. 614; Black, Julia: *The Rise, Fall and Fate of Principles Based Regulation*, LSE 2010, Working Paper No: 17/2010, s. 3.

⁷⁵⁰ Wundenberg, s. 615; Black, J., s. 3.

⁷⁵¹ Wundenberg, s. 615.

⁷⁵² Freitag, s. 650; Lopucki, s. 1509.

sonuçtan ziyade raporlamanın içeriğine ilişkin ayrıntılı hükümlere yer verilmektedir⁷⁵³.

Ayrıca herhangi bir kılavuz veya en iyi uygulama örnekleri yayımlanmamaktadır.

Öğretide, kolektif yatırım kuruluşlarının katılımcı pay sahipliği kapsamında hareket etmesini sağlamak için soyut kurallar koymak yerine, onları beklenen davranış standardına götüren prosedürlerin veya araçların seçilmesine rehberlik edecek, diğer bir ifadeyle katılımcı pay sahipliği anlayışını somutlaştıracak örneklerin verilmesi gerektiği, ancak kural bazlı düzenlemelerin kılavuz veya en iyi uygulama örnekleri sunmaması nedeniyle eksik kaldığı ifade edilmektedir⁷⁵⁴. Gerçekten de ilke bazlı düzenlemeler bir yandan katılımcı pay sahipliği için esnek bir düzenleyici çerçeve getirmekte ve içerisinin doldurulmasını uygulayıcılara bırakmakta, diğer yandan sunduğu örneklerle uygulayıcıların karşılaşabilecekleri belirsizlikleri ortadan kaldırmaktadır⁷⁵⁵.

D- Uyum Zorunluluğu Bakımından

Kamuyu aydınlatma düzenlemelerinde uyum zorunluluğu bakımından üç farklı yaklaşım izlenmektedir. Bunlardan ilki, düzenlemelere uyumun gönüllülük esasına dayandırılmasıdır. Bu kapsamda, kolektif yatırım kuruluşları ilgili düzenlemeye uyup uymamakta tamamen serbesttir ve uymadıkları zaman herhangi bir açıklama yapma yükümlülükleri bulunmamaktadır. Örneğin, Brezilya ve Kanada'daki düzenlemelerde gönüllülük esası benimsenmiştir⁷⁵⁶.

Uyum zorunluluğu bakımından tercih edilen ikinci yaklaşım, ilgili düzenlemelerde “uy ya da açıkla” (*comply or explain*) prensibinin⁷⁵⁷ uygulanmasıdır.

⁷⁵³ Black, J., s. 3.

⁷⁵⁴ Faure, s. 216-217; Arnold, Münchener Kommentar, § 134a Rn. 16.

⁷⁵⁵ Faure, s. 217.

⁷⁵⁶ Katelouzou/Siems, s. 33.

⁷⁵⁷ Bazı düzenlemelerde “uy ya da açıkla” (*comply or explain*) ifadesi yerine “uygula ya da açıkla” (*apply or explain*) veya “uygula ve açıkla” (*apply and explain*) ifadeleri kullanılmaktadır. Söz konusu ifadeler arasında uygulama bakımından esasen bir farklılık bulunmamakla birlikte, farklı ifadelerin kullanılmasındaki amaç “uy ya da açıkla” prensibine getirilen birtakım eleştirilere çare bulmak ve normun muhataplarını ilgili düzenlemeye uymaya teşvik etmektir (*Asplund, Aino: Lost in*

Buna göre kolektif yatırım kuruluşları ya katılım politikalarını, yatırım stratejilerini ve bunlara ilişkin raporlarını hazırlayarak kamuya açıklayacaktır ya da katılım politikası ve yatırım stratejisi oluşturmama gerekçesini açık ve anlaşılır bir şekilde kamuya açıklayacaktır⁷⁵⁸. Yapılacak açıklamanın içeriği ticari sır gibi nedenlerden dolayı değişiklik gösterebilmektedir⁷⁵⁹. Kolektif yatırım kuruluşları “uy ya da açıkla” prensibinin kabul edildiği hâllerde, pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmaları konusunda her halükârda kamuya bir açıklama yapmaktayken; gönüllülük esasının kabul edildiği hâllerde ise herhangi bir açıklama yapmakla yükümlü değildirler.

Uyum zorunluluğu bakımından tercih edilen üçüncü yaklaşım ise söz konusu düzenlemelere uyma yükümlülüğü getirilmesidir. Bu durumda, kolektif yatırım kuruluşları izleyecekleri katılım politikalarını, katılım politikalarının nasıl uygulandığını ve yatırım stratejilerini düzenlemelerde belirtilen biçimde kamuya açıklamakla yükümlüdürler. Örneğin, Hindistan Menkul Kıymetler ve Borsa Kurulu (*The Securities and Exchange Board of India*) tarafından yayımlanan düzenlemede bütün yatırım fonları için uyum zorunluluğu getirilmişken; İngiltere’de kural olarak “uy ya da açıkla” prensibi kabul edilmiş, ancak İngiliz Finansal Yürütme Kurulu (*Financial Conduct Authority/FCA*) tarafından yetkilendirilen kolektif yatırım kuruluşları bakımından uyum zorunluluğu getirilmiştir⁷⁶⁰.

Accountability. 'Comply or Explain', 'Apply or Explain' and 'Apply and Explain' in a test: The Barriers to Company Benefit?, UOFL 2020, Research Paper No. 2020-24, s. 111-118).

⁷⁵⁸ Leyens, Patrick: *Comply or Explain im Europäischen Privatrecht –Erfahrungen im Europäischen Gesellschaftsrecht und Entwicklungschancen des Regelungsansatzes*, ZEuP 2/2016, s. 389. “Uy ya da açıkla” prensibi kolektif yatırım kuruluşlarına bir esneklik sağlamaktadır (Macneil, s. 435; Faure, s. 136).

⁷⁵⁹ Ruppel, s. 242; Zetzsche, Asset Manager und Asset Owner, s. 646.

⁷⁶⁰ Katelouzou/Siems, s. 34; Fukami/Blume/Magnusson, s. 11. Kamuyu aydınlatma düzenlemelerinde uyum zorunluluğunun kabul edilmesi çeşitli açılardan eleştirilmektedir (Bkz. Ringe, Stewardship, s. 94-95; Chiu, Iris: *Governing the Purpose of Investment Management: How the 'Stewardship' Norm is being (Re)Developed in the UK and EU*, ECGI 2021, Working Paper No: 602/2021, s. 22-23; Hausmann/Bechtold-Orth, s. 238; Roach, Lee: *The UK Stewardship Code*, JCLS 2011, Vol. 11, No. 2, s. 475. Buna karşılık anılan düzenlemelerde uyum zorunluluğunun kabul edilmemesini eleştirenler

III. KAMUYU AYDINLATMAYLA İLGİLİ DÜZENLEMELER

A- Giriş

Kolektif yatırım kuruluşlarının katılımcı pay sahipliği kapsamında kamuyu aydınlatmasına ilişkin ulusal ve uluslararası niteliğe sahip olan birçok düzenleme bulunmaktadır. Bu başlık altında yalnızca öğreti tarafından çoğunlukla değinildiğini tespit ettiğimiz ve Türk hukuku bakımından yararlı olabileceğini değerlendirdiğimiz düzenlemeler, genel hatlarıyla ve diğer düzenlemeler karşısında öne çıkan özellikleriyle açıklanacaktır. Ayrıca söz konusu düzenlemeler ile kurumsal yönetime ilişkin düzenlemelerin (örneğin kurumsal yönetim kodlarının) ortak amacı halka açık ortaklıkların kurumsal yönetimini iyileştirmek olduğu için, her iki düzenlemede birbirini tamamlayan kurallar bulunabilmektedir⁷⁶¹. Bu yüzden kurumsal yönetim düzenlemelerinin ilgili bölümlerine de değinilecektir.

B- Karşılaştırmalı Hukukta

1. Bölgesel Hukukta (Avrupa Birliği Hukukunda)

2007-2009 küresel finansal kriz sonrasında Avrupa Komisyonu tarafından 2010 yılında yayımlanan “Finans Kuruluşlarında Kurumsal Yönetim ve Ücretlendirme Politikaları Hakkında Yeşil Kitap⁷⁶²”ta (*Green Paper Corporate Governance in Financial Institutions and Remuneration Policies*) finansal krizin finansal hizmetler sektöründeki kurumsal yönetim ilkelerinin etkin olmadığını ortaya çıkardığı⁷⁶³, son yıllarda ortaklıklardaki pay sahipliği yapısının değiştiği ve yeni pay sahiplerinin ortaklıkların

yazarlar da bulunmaktadır (Bkz. *Rieckers*, § 134a Rn. 11; *Jung/Stiegler*, § 33 Rn. 118; *Arnold*, *Münchener Kommentar*, § 134a Rn. 16; *Macneil*, s. 436; *Faure*, s. 137-138).

⁷⁶¹ *Schneider*, s. 528.

⁷⁶² Söz konusu metne erişim için bkz. <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/1788e830-b050-447c-8214-77ed51b13241>.

⁷⁶³ *agm*, s. 5.

uzun vadeli yönetimlerine ilgi duymadıkları ve ortaklıkların kısa vadeli yönetilmesini teşvik ettikleri⁷⁶⁴ ifade edilmiştir.

Avrupa Komisyonu tarafından 2011 yılında yayımlanan “Avrupa Birliği Kurumsal Yönetim Çerçevesi Hakkında Yeşil Kitap⁷⁶⁵”ta (*Green Paper The EU Corporate Governance Framework*) kurumsal yönetime ilişkin düzenlemelerin pay sahiplerinin ortaklıkların yönetimine katıldığı varsayımıyla hazırlandığı, ancak uygulamada pay sahiplerinin büyük bir kısmının pasif ve kısa vadeci davranışlarının gözlemlendiği⁷⁶⁶ ve kısa vadeciliğin piyasaların etkinliğini azaltan önemli bir faktör olduğu belirtilmiştir⁷⁶⁷. Sonrasında 2012 yılında yayımlanan “Avrupa Ortaklıklar Hukuku ve Kurumsal Yönetim – Daha Katılımcı Pay Sahipleri ve Sürdürülebilir Ortaklıklar için Modern Yasal Çerçeve” (*Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*) başlıklı eylem planı⁷⁶⁸ üç ana başlık üzerine kurgulanmıştır. Bunlar sırasıyla, ortaklıklar ve yatırımcılar arasındaki şeffaflığın artırılması, katılımcı pay sahipliğinin teşvik edilmesi ve ortaklıklarda büyümenin ve rekabetin desteklenmesidir⁷⁶⁹.

AB hukukuyla ilgili yukarıda izah edilen metinler nihayetinde 2007/36 sayılı Borsaya Kote Şirketlerde Pay Sahiplerinin Belirli Haklarını Kullanmalarına İlişkin Direktif’in “gözetim” (*stewardship*) fikrinin unsurlarını içerecek şekilde değiştirilmesine

⁷⁶⁴ agm, s. 7.

⁷⁶⁵ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/3eed7997-d40b-4984-8080-31d7c4e91fb2/language-en>.

⁷⁶⁶ agm, s. 3.

⁷⁶⁷ agm, s. 12.

⁷⁶⁸ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://www.eumonitor.eu/9353000/1/j9vvik7m1c3gyxp/vj5fter54azr>.

⁷⁶⁹ agm, s. 4 ve 5.

yol açmıştır⁷⁷⁰. 2012 tarihli Eylem Planı'ndan beş yıl sonra, 2017/828 sayılı Direktif⁷⁷¹ ile 2007/36 sayılı Direktif'e eklenen hükümlerle (m. 3g-3j⁷⁷²) katılımcı pay sahipliği düzenlenmiştir⁷⁷³. Bu düzenlemelerin içeriğinin hazırlanmasında İngiliz hukuku örnek alınmıştır⁷⁷⁴, ancak İngiliz hukukunun aksine 2007/36 sayılı AB Direktifi'ndeki hükümler kural bazlı düzenleme niteliğindedir ve bu yüzden herhangi bir kılavuz veya en iyi uygulama örnekleri metin içerisinde yer almamaktadır. Ayrıca söz konusu hükümler uygulama zorunluluğu bakımından "uy ya da açıkla" prensibine dayanmaktadır⁷⁷⁵.

2007/36 sayılı AB Direktifi m. 3g-3j kapsam genişliği bakımından -aşağıda ulusal hukuk başlığı altında izah edilecek olan- İngiliz Gözetim Kodu ve Japon Gözetim Kodu'na benzemektedir. Diğer bir ifadeyle söz konusu hükümlerde varlık sahipleri, varlık yöneticileri ve hizmet sağlayıcılarına yönelik kurallar bulunmaktadır. Ancak belirtmek gerekir ki İngiltere ve Japonya'daki düzenlemelerin aksine, 2007/36 sayılı AB Direktifi m. 3g-3j hükümlerinde varlık sahibi, varlık yöneticisi ve hizmet sağlayıcıları kavramlarının tanımı yapılarak, söz konusu kavramların hangi sermaye piyasası kurumlarını kapsadığı açıkça belirtilmiştir. Örneğin, 2007/36 sayılı AB Direktifi varlık sahipleri bakımından sigorta ortaklıklarını ve emeklilik fonlarını, hizmet sağlayıcılar bakımından ise oy hakkı danışmanlarını kapsamaktadır.

⁷⁷⁰ Hopt, Klaus: *Corporate Governance in Europe: A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*, NYU 2015, Vol. 12, No. 1, s. 176 vd.; Arnold, Münchener Kommentar, § 134a Rn. 4.

⁷⁷¹ Directive (Eu) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement, OJ L. L 132/1, 20.05.2017.

⁷⁷² Ayrıca bkz. 2017/828 sayılı Direktif, dibace, m. 2, 14-18 ve 25-26.

⁷⁷³ Katılımcı pay sahipliğinin yanı sıra ortaklık yöneticilerinin ücretlendirilmesi (*say on pay/m. 9a*), ilişkili taraf işlemleri (m. 9c) ve pay sahiplerinin tanınması (*know your shareholder/m. 3a*) gibi konularda da yeni hükümler getirilmiştir (Schmidt, Jessica: *Die Umsetzung der Aktionärsrechte-Richtlinie 2017: der Referentenentwurf für das ARUG II*, NZG 31/2018, s. 1201).

⁷⁷⁴ Splinter, § 134a Rn. 8; Arnold, Münchener Kommentar, § 134a Rn. 3.

⁷⁷⁵ agd, m. 3g-1, 3h-2 ve 3j-1.

2. Ulusal Hukukta

a- İngiliz Hukukunda

Kolektif yatırım kuruluşlarının, pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılması, İngiltere’de 1991 yılında Kurumsal Pay Sahipleri Komitesi (*The Institutional Shareholders’ Committee*) tarafından yayımlanan Kurumsal Pay Sahiplerinin Sorumlulukları (*The Responsibilities of Institutional Shareholders*) adlı bildiride ilk defa dile getirilmiş ve sonrasında 2007-2009 yıllarında yaşanan ekonomik krize kadar İngiltere’de hazırlanan birçok raporda ifade edilmiş olsa da herhangi bir karşılık bulamamıştır⁷⁷⁶.

Kolektif yatırım kuruluşlarının, pay sahibi oldukları halka açık ortaklıkların yönetimine katılmasına ilişkin tartışmalar 2007-2009 yıllarında yaşanan küresel ekonomik krizle birlikte yeniden canlanmış ve her kesimden büyük bir ilgi görmüştür⁷⁷⁷. İngiltere hükümetinin talebi üzerine 2009 yılında *David Walker*’ın İngiltere’deki bankaların ve diğer finansal kuruluşların kurumsal yönetimini değerlendirdiği *Walker Raporu*’nda (*Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities: Final Recommendations*) kolektif yatırım kuruluşlarının, pay sahibi oldukları halka açık ortaklıkların yönetimine katılması konusu ilk defa 2007-2009 ekonomik kriziyle ilişkilendirilerek değerlendirilmiştir.

Walker Raporu’nda, pay sahiplerinin ortaklıkların yönetimine katılmalarının veya katılmamalarının ortaklıkların performansında belirleyici olduğu, portföy yöneticilerinin -ve kolektif yatırım kuruluşlarının- izledikleri kısa vadeci pay sahipliği anlayışının

⁷⁷⁶ Roach, s. 464-466; Macneil, s. 437; Fleischer/Strothotte, s. 222; Cheffins, Brian: *The Stewardship Code’s Achilles’ Heel*, MOLR 2010, Vol. 73, No. 6, s. 1007-1009.

⁷⁷⁷ Konstantinos, s. 122; Cheffins, s. 1009-1010; Mähönen, Jukka: *Shareholder Activism a Driver or an Obstacle to Sustainable Value Creation?*, Sustainable Value Creation in the European Union Towards Pathways to a Sustainable Future through Crises (Ed. Sjåffell, Beate/Tsagas, Georgina/Villiers, Charlotte), Cambridge: Cambridge University Press, 2022, s. 159; Macneil, s. 419; Reisberg, Arad: *The Notion of Stewardship From a Company Law Perspective Re-Defined and Re-Assessed in Light of the Recent Financial Crisis?*, JFC 2010, Vol. 18, No. 2, s. 126.

yatırımcılar ile halka açık ortaklıklar arasındaki bağı daha karmaşık bir hâle getirdiği, kurumsal yatırımcıların halka açık ortaklıkların yönetimini gözetmekte ve yönetimine katılmakta isteksiz davranmalarının 2007-2009 krizinin yaşanmasında etkili olduğu, kolektif yatırım kuruluşlarının da içerisinde bulunduğu büyük yatırımcıların “gerçek” bir hak sahibi gibi davranarak ortaklık yönetimini etkin bir şekilde gözetmesinin ve ortaklık yönetimine katılmasının ortaklık yönetimindeki kusur ve ihmalleri önleyeceği, bu yüzden portföy yöneticilerinden yatırımcıların tasarruflarını yönetmeleri konusunda bir taahhüt alınması veya portföy yöneticilerinin yatırım stratejilerini önceden açıklamaları gerektiği ifade edilmiştir (Walker Raporu, p. 5.2, 5.3, 5.8 ve 5.11).

Walker Raporu’nu takiben 2010 yılında İngiliz Finansal Raporlama Konseyi İngiliz Gözetim Kodu’nu (*The UK Stewardship Code 2010*) yayımlamıştır⁷⁷⁸. 2010 tarihli İngiliz Gözetim Kodu, kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmasına ilişkin ilk düzenlemedir. Söz konusu kod, 2012 yılında *John Kay* tarafından hazırlanan *Kay Raporu*’nu (*The Kay Review of Uk Equity Markets and Long-Term Decision Making*) takiben 2012 yılında yenilenmiştir. Sonrasında, *John Kingman* tarafından hazırlanan *Kingman Raporu*’nun (*Independent Review of the Financial Reporting Council*) ardından İngiliz Finansal Raporlama Konseyi tarafından 2019 yılında tekrar yenilenmiştir⁷⁷⁹. 2010 ve 2012 tarihli Kodlar gibi şu an uygulanmakta olan 2020 tarihli İngiliz Gözetim Kodu⁷⁸⁰ (*The UK Stewardship Code 2020*) da ilke bazlı bir düzenlemedir. İngiliz Gözetim Kodlar’ı diğer ulusal ve uluslararası düzenlemeler için çoğu zaman referans kabul edilmektedir⁷⁸¹. Bu yüzden diğer

⁷⁷⁸ Roach, s. 463-464.

⁷⁷⁹ Ringe, Stewardship, s. 89-90. İngiliz hukukundaki tarihi gelişim hakkında detaylı bilgi için bkz. Katelouzou, Purpose of Investor Stewardship, s. 5-9.

⁷⁸⁰ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://www.frc.org.uk/library/standards-codes-policy/>.

⁷⁸¹ Alvaro/Maugeri/Strampelli, s. 21; Rieckers, § 134a Rn. 14; Arnold, Münchener Kommentar, § 134a Rn. 3.

düzenlemelerin çoğunluğu -tıpkı İngiliz hukukundaki⁷⁸² gibi- “uy ya da açıkla” prensibine dayanan ilke bazlı düzenlemelerdir.

2020 tarihli İngiliz Gözetim Kodu, yukarıda izah ettiğimiz⁷⁸³ üç sermaye piyasası kurumu grubunu (varlık sahipleri, varlık yöneticileri ve hizmet sağlayıcıları) kapsayan prensipler içermektedir. Kolektif yatırım kuruluşları ve portföy yöneticilerinin içerisinde yer aldığı varlık sahipleri ve varlık yöneticileri için on iki ilke ve her ilkenin altında uygulayıcılara rehberlik eden açıklamalar bulunmaktadır. Ayrıca hizmet sağlayıcıları için altı ilke ve yine her ilkenin altında uygulayıcılara rehberlik eden açıklamalar bulunmaktadır.

2020 tarihli İngiliz Gözetim Kodu’nun öne çıkan birkaç özelliği bulunmaktadır. Bunlardan ilki, 2020 tarihli İngiliz Gözetim Kodu’nun giriş bölümünde “gözetim” (*stewardship*) kavramının, “ekonomi, çevre ve toplum için sürdürülebilir faydalar sağlayacak şekilde müşteriler ve yararlanıcılar için uzun vadeli değer yaratmak amacıyla sermayenin sorumlu bir şekilde tahsisi, yönetimi ve gözetimi⁷⁸⁴” şeklinde açıkça tanımlamasıdır. Bununla birlikte kolektif yatırım kuruluşları ve portföy yönetim ortaklıkları için düzenlenen on iki ilkenin başlangıç bölümünde, “gözetim faaliyetinin; yatırım kararı vermeyi, varlıkları ve hizmet sağlayıcıları gözetmeyi, ihraççılarla iletişim kurmayı, ihraççıları maddi konularda sorumlu tutmayı, diğer pay sahipleri ve çıkar gruplarıyla birlikte çalışmayı, bütün hak ve sorumlulukları yerine getirmeyi⁷⁸⁵” kapsadığı

⁷⁸² Uyma zorunluluğu bakımından 2010 tarihli İngiliz Gözetim Kodu (*UK Stewardship Code 2010*) ilk yayınlandığında “gönüllülük” esasına dayanmaktaydı, ancak on yıllık süreç içerisinde bu yaklaşım değişmiş ve 2020 tarihli İngiliz Gözetim Kodu “uy ya da açıkla” prensibine dayandırılmıştır (*Ringe, Stewardship*, s. 90).

⁷⁸³ Bkz. Üçüncü Bölüm, II, B.

⁷⁸⁴ 2020 tarihli İngiliz Gözetim Kodu, s. 4.

⁷⁸⁵ 2020 tarihli İngiliz Gözetim Kodu, s. 7.

ifade edilmektedir. İkinci olarak, 2020 tarihli İngiliz Gözetim Kodu katılımcı pay sahipliğini yalnızca oy kullanmakla sınırlı tutmamaktadır⁷⁸⁶.

2020 tarihli İngiliz Gözetim Kodu'nda öne çıkan diğer bir konu ise kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık ortaklıkların yönetimine katılma çabaları karşısında ortaklık yöneticilerinden yapıcı bir geri dönüş al(a)madıkları takdirde halka açık ortaklıkların yönetimine katılırken kullanacakları araçların “şiddetini” giderek artırabileceklerinin ifade edilmesidir⁷⁸⁷.

Ayrıca 2024 tarihli İngiliz Kurumsal Yönetim Kodu da pay sahiplerinin ortaklıkların yönetimine katılmasını desteklemektedir. 2024 tarihli İngiliz Kurumsal Yönetim Kodu'nun giriş bölümündeki açıklamalarda ortaklıkların pay sahiplerinin görüşlerine duyarlı oldukları belirtilmiştir⁷⁸⁸. Ortaklıkların pay sahiplerine karşı sorumluluklarını yerine getirebilmesi için, yönetim kurullarının pay sahipleriyle etkili bir ilişki kurması ve onların katılımını teşvik etmesi gerektiği ifade edilmiştir⁷⁸⁹.

b- ABD Hukukunda

ABD hukukunda, tespit edebildiğimiz kadarıyla kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık ortaklıkların yönetimine katılmasına ilişkin olarak farklı kuruluşlar tarafından hazırlanmış birden fazla düzenleme bulunmaktadır. ABD'deki düzenlemelerin ortak noktası gönüllülük esasına dayanmalarındır.

İlk düzenleme, ABD'de kurumsal yatırımcıların bir araya gelerek oluşturdukları Yatırımcı Gözetim Grubu (*Investor Stewardship Group/ISG*) tarafından hazırlanan ve 2018 yılında uygulanmaya başlanan Kurumsal Yatırımcılar İçin Gözetim

⁷⁸⁶ Balp/Strampelli, s. 148.

⁷⁸⁷ agd, 11. İlke.

⁷⁸⁸ agd, s. 3.

⁷⁸⁹ agd, 1. Bölüm, (D) İlkesi, 3 ve 4. Kurallar.

Çerçevesi⁷⁹⁰,dir⁷⁹¹ (*Stewardship Framework for Institutional Investors*). Kurumsal Yatırımcılar İçin Gözetim Çerçevesi ilke bazlı bir düzenlemedir ve yalnızca varlık sahiplerini kapsayan prensipler içermektedir. Kolektif yatırım kuruluşlarının içerisinde olduğu varlık sahipleri için altı ilke ve her ilkenin altında uygulayıcılara rehberlik eden açıklamalar bulunmaktadır. Bununla birlikte bazı ilkelere varlık yöneticilerine ve hizmet sağlayıcılarına değilse de söz konusu ilkeler doğrudan varlık yöneticilerine ve hizmet sağlayıcılarına yönelik değildir⁷⁹². Bu yönüyle, 2020 tarihli İngiliz Gözetim Kodu'na kıyasla daha dar bir uygulama alanına sahiptir.

Kurumsal Yatırımcılar İçin Gözetim Çerçevesi'ne göre kolektif yatırım kuruluşları ortaklıkların yöneticileriyle güvene ve karşılıklı anlayışa dayalı bir iletişim kurmalı ve söz konusu ilişkilerde yapıcı ve faydacı bir tutum sergilemelidir⁷⁹³. 2020 tarihli İngiliz Gözetim Kodu'nda ortaklık yöneticileri ile kolektif yatırım kuruluşları arasında anlaşmazlık olması hâlinde, kolektif yatırım kuruluşlarının katılımcı pay sahipliği kapsamında kullanacakları araçların “şiddetini” giderek artıracabilecekleri açıkça ifade edilmesine rağmen, Kurumsal Yatırımcılar İçin Gözetim Çerçevesi'nde yalnızca kolektif yatırım kuruluşlarının anlaşmazlık hâlinde ne gibi başka adımlar atabileceklerini açıklamaları istenmektedir⁷⁹⁴. Son olarak, Kurumsal Yatırımcılar İçin Gözetim Çerçevesi'nin en iyi şekilde uygulanabilmesi için kolektif yatırım kuruluşlarının birbirleriyle iş birliği yapabilecekleri belirtilmektedir⁷⁹⁵.

⁷⁹⁰ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://isgframework.org/stewardship-principles/>.

⁷⁹¹ Zubrod, s. 28-29; Ho, John Kong Shan: *Regulating Environmental, Social, and Governance Disclosure by Listed Companies: a Comparison of Major Financial Markets*, JCOL 2020, Vol. 15, No. 1, s. 137.

⁷⁹² agd, İlke A.1.

⁷⁹³ agd, İlke E.

⁷⁹⁴ agd, İlke E.4.

⁷⁹⁵ agd, İlke F.

Ayrıca Yatırımcı Gözetim Grubu tarafından hazırlanarak yayımlanan ABD’de Borsaya Kote Şirketler İçin Kurumsal Yönetim İlkeleri⁷⁹⁶,nde (*Corporate Governance Principles For US Listed Companies*) ortaklık yöneticilerinin pay sahiplerine karşı sorumlu oldukları, pay sahiplerinin görüşlerini anlamaya çalışacakları, pay sahipleriyle diyalog kuracakları belirtilmiştir⁷⁹⁷.

ABD hukukundaki ikinci düzenleme, ABD’deki büyük halka açık ortaklıkların ve kurumsal yatırımcıların (örneğin *Vanguard, Blackrock, JP Morgan, General Motors* ve *Berkshire Hathaway* gibi) yöneticilerinin bir araya gelerek hazırladıkları ve 2018 yılında bazı değişiklikler yapılarak tekrar yayımladıkları için Sağduyu İlkeleri 2.0⁷⁹⁸ (*Commonsense Principles 2.0*) adıyla anılan metindir⁷⁹⁹. Sağduyu İlkeleri 2.0 hem halka açık ortaklıkların temsilcileri hem de kurumsal yatırımcıların temsilcileri tarafından hazırlandığı için, metin içerisindeki ilk yedi ilke halka açık ortaklıkları kapsamaktayken (kurumsal yönetim ilkeleri), sekizinci ve son ilke ise kurumsal yatırımcıları kapsamaktadır (gözetim ilkesi). Diğer bir ifadeyle, Sağduyu İlkeleri 2.0 kurumsal yönetim ilkelerini ve gözetim ilkelerini bir arada barındırmaktadır. Her ilkenin altında uygulayıcılara rehberlik eden açıklamalar bulunmaktadır.

Sağduyu İlkeleri 2.0, varlık sahiplerini ve varlık yöneticilerini kapsayan hükümler içermektedir. Kurumsal yönetimde yatırımcıların rolü başlıklı 8. İlke’nin (a) bölümünde varlık yöneticilerinin kamuyu aydınlatmasına ilişkin açıklamalar bulunmaktayken, (b) bölümünde varlık sahiplerinin kamuyu aydınlatmasına ilişkin açıklamalar bulunmaktadır⁸⁰⁰. Ancak belirtmek gerekir ki 8. İlke’nin (a) ve (b) bölümlerini

⁷⁹⁶ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://isgframework.org/corporate-governance-principles/>.

⁷⁹⁷ agd, 1. ve 3. İlkeler.

⁷⁹⁸ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://www.governanceprinciples.org/>.

⁷⁹⁹ *Alvaro/Maugeri/Strampelli*, s. 22, dn. 67.

⁸⁰⁰ agd, s. 10-12.

kıyasladığımızda, esasen varlık yöneticilerine ağırlık verildiğini söylemek yanlış olmayacaktır.

Sağduyu İlkeleri 2.0’da dikkat çeken konular; portföy yönetim ortaklıklarının, halka açık ortaklıkların kurumsal yönetimini etkileyecek ve ortaklıkları ve yönetimlerini uzun vadeli değer yaratmaya teşvik edecek konumda olduklarının, halka açık ortaklıklar için önem arz eden konuları ortaklık yönetimine yapıcı bir şekilde iletmesinin ve portföy yöneticilerinin ücretlerine ilişkin performans değerlendirmesinin üç veya beş yıllık periyotlar dikkate alınarak yapılmasının açıkça belirtilmesidir⁸⁰¹. Ayrıca Sağduyu İlkeleri 2.0’ın halka açık ortaklıkları kapsayan ilk yedi ilke içerisinde 8. İlke’yi tamamlayan açıklamalar bulunmaktadır⁸⁰².

ABD hukukundaki üçüncü düzenleme, ABD’deki ortaklıkların CEO’larının üye olduğu *Business Roundtable* tarafından 2016 yılında hazırlanarak uygulamaya konulan Kurumsal Yönetim İlkeleri⁸⁰³,’dir (*Principles of Corporate Governance*). Söz konusu metnin giriş kısmında katılımcı pay sahipliğinin 21. yüzyılın başlarında halka açık ortaklıklar ve ortaklıkların yönetim kurulları, yöneticileri ve yatırımcıları için merkezi ve önemli bir konu hâline geldiği, halka açık ortaklıkların son yıllarda büyük pay sahipleriyle daha önce görülmemiş seviyede etkileşim içine girdikleri ve katılımcı pay sahipliğinin gelecekte de ABD merkezli ortaklıkların kurumsal yönetimi için önemli olmaya devam edeceği belirtilmiştir⁸⁰⁴. Ortaklık yöneticilerinin, pay sahipleriyle diyalog kurulmasından sorumlu oldukları ve katılımcı pay sahipliğinin gerçekleştirilmesinde

⁸⁰¹ agd, s. 10-11.

⁸⁰² agd, 2. İlke.

⁸⁰³ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://s3.amazonaws.com/brt.org/BRT-Principles-of-Corporate-Governance.pdf>.

⁸⁰⁴ agd, s. 1-2.

yardımcı olmaları gerektiği, uzun vadeci pay sahipleriyle yapıcı ilişkilerin önemi vurgulanarak ifade edilmiştir⁸⁰⁵.

c- Hollanda Hukukunda

Hollanda hukukunda, kurumsal yatırımcılar tarafından oluşturulan⁸⁰⁶ *Eumedion* ilk gözetim kodunu 2011 yılında Katılımcı Pay Sahipliği İçin En İyi Uygulamalar (*Eumedion Best Practices for Engaged Share-Ownership of 2011*) adıyla yayımlamış, sonrasında ise AB hukukundaki gelişmelere uyum sağlamak amacıyla 2019 yılında Hollanda Gözetim Kodu⁸⁰⁷'nu (*Dutch Stewardship Code*) yürürlüğe koymuştur.

Hollanda Gözetim Kodu, varlık sahiplerini ve varlık yöneticilerini kapsayan on bir ilkeden ve her ilke için ayrı ayrı hazırlanmış olan kılavuz niteliğinde açıklamalardan oluşmaktadır. Bununla birlikte bazı ilkelere hizmet sağlayıcılara değinilse de söz konusu ilkeler doğrudan hizmet sağlayıcılara yönelik değildir⁸⁰⁸. Uyum zorunluluğu bakımından “uy ya da açıkla” prensibi kabul edilmiştir⁸⁰⁹.

Hollanda Gözetim Kodu’nun öne çıkan birkaç özelliği bulunmaktadır. Bunlardan ilki, gözetim rolünün (*stewardship role*), “halka açık ortaklıkların genel kurullarında bilinçli bir şekilde oy kullanılmasını, ortaklıkların stratejisi, performansı, riskleri ve fırsatları, sermaye yapısı, sosyal ve çevresel etkileri ve kurumsal yönetimi ile ilgili konuların izlenmesini ve ortaklıklarla etkileşim içerisinde olunmasını⁸¹⁰” içerdiğinin açıkça belirtilmesidir. İkincisi, kolektif yatırım kuruluşlarının katılım faaliyetlerinde yapıcı olmaları gerektiği ifade edilmektedir⁸¹¹. Üçüncüsü, tıpkı 2020 tarihli İngiliz

⁸⁰⁵ agd, 7. İlke ve agd, s. 25-26.

⁸⁰⁶ *Alvaro/Maugeri/Strampelli*, s. 24, dn. 79.

⁸⁰⁷ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/best-practices/2018-07-dutch-stewardship-code-final-version.pdf>.

⁸⁰⁸ agd, 8. İlke ve Giriş Bölümü, m. 6.

⁸⁰⁹ agd, Giriş Bölümü, m. 3

⁸¹⁰ agd, Giriş Bölümü, m. 3.

⁸¹¹ agd, Giriş Bölümü, m. 1.

Gözetim Kodu'nda belirtildiği gibi, ortaklık yöneticileri ile kolektif yatırım kuruluşları arasında anlaşmazlık olması hâlinde, kolektif yatırım kuruluşlarının katılımcı pay sahipliği kapsamında kullanacakları araçların “şiddetini” giderek artırabilecekleri belirtilmiştir⁸¹². Hatta üçüncü ilkeye rehberlik eden açıklamalarda, katılımcı pay sahipliği kapsamında kullanılacak araçların şiddetinin hangi yöntemler izlenerek artırabileceği örneklerle izah edilmiştir. Bu kapsamda çeşitli şekillerde kamuoyu baskısı oluşturulabileceği, dava hakkından yararlanılabileceği ve en sonunda ortaklık paylarının satılarak portföyden çıkarılabileceği ifade edilmiştir⁸¹³.

Ayrıca Hollanda Gözetim Kodu'nun Hollanda Kurumsal Yönetim Kodu (*Dutch Corporate Governance Code*) ile birlikte okunması gerektiği açıkça belirtilmektedir⁸¹⁴. 2022 yılında İzleme Komitesi (*Monitoring Committee*) tarafından güncellenerek yayımlanan Hollanda Kurumsal Yönetim Kodu⁸¹⁵,nda kurumsal yatırımcıların katılım politikalarını ve katılım politikalarını nasıl uyguladıklarını açıklamaları istenmektedir⁸¹⁶. Bununla birlikte kurumsal yatırımcıların da içerisinde bulunduğu pay sahiplerinin ortaklık için sürdürülebilir uzun vadeli değer yaratmaya odaklanan bir stratejinin önemini kabul ettikleri⁸¹⁷ ve ortaklık yönetiminin pay sahipleriyle diyaloga hazır olacakları ve buna ilişkin bir politika oluşturarak ortaklığın internet sitesinde paylaşacakları belirtilmektedir⁸¹⁸.

⁸¹² agd, 3. İlke.

⁸¹³ agd, s. 8.

⁸¹⁴ agd, Giriş Bölümü, m. 5.

⁸¹⁵ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://www.mccg.nl/publicaties/codes/2022/12/20/dutch-corporate-governance-code-2022>.

⁸¹⁶ agd, İlke 4.3.5 ve 4.3.6.

⁸¹⁷ agd, İlke 4.4.

⁸¹⁸ agd, İlke 4.2.

d- Japon Hukukunda

Japon hukukunda, Japonya Finansal Hizmetler Ajansı ve Tokyo Menkul Kıymetler Borsası'nın bir araya gelerek oluşturdukları Konsey (*Council of Experts on Japan's Stewardship Code*) tarafından ilk defa 2014 yılında Japon Gözetim Kodu (*Principles for Responsible Institutional Investors «Japan's Stewardship Code» – to promote sustainable growth of companies through investment and dialogue –*) yayımlanmıştır. Söz konusu kod 2017 ve 2020 yıllarında yenilenmiştir. Şu an 2020 tarihli Japon Gözetim Kodu uygulanmaktadır⁸¹⁹.

2020 tarihli Japon Gözetim Kodu ilke bazlı bir düzenleme olup, toplamda sekiz ilkeden oluşmaktadır. İlk yedi ilke varlık sahiplerini ve varlık yöneticilerini kapsamaktayken, sekizinci ve son ilke ise hizmet sağlayıcılarını kapsamaktadır. Japon Gözetim Kodu kapsam genişliği bakımından 2020 tarihli İngiliz Gözetim Kodu'na benzemektedir. Uyum zorunluluğu bakımından “uy ya da açıkla” prensibi kabul edilmiştir⁸²⁰.

Japon Gözetim Kodu'nda birkaç husus dikkat çekmektedir. İlk olarak, kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık ortaklıkların yönetsel meselelerine en ince noktasına kadar müdahale etmemesi gerektiği açıkça belirtilerek, katılımcı pay sahipliğine ilişkin genel bir sınır çizilmiştir⁸²¹. İkincisi, İngiltere ve Hollanda'daki düzenlemelerin aksine, kolektif yatırım kuruluşlarının katılımcı pay sahipliği kapsamında kullanacakları araçların “şiddetinin” artırılmasından hiç bahsedilmemekte, buna karşılık kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklık yöneticileriyle ortak bir anlayışa varmaya çalışmaları ve yöneticilerle yapıcı bir diyalog geliştirerek

⁸¹⁹ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20200324/01.pdf>.

⁸²⁰ agd, Giriş Bölümü, m. 14.

⁸²¹ agd, m. 6.

sorunları çözmeye çalışmaları gerektiği sıklıkla belirtilmektedir⁸²². Nitekim bu çalışmada Japon hukukuna değinmemizin nedeni, Japon Gözetim Kodu'nun diğer düzenlemelerden bu yönüyle ayrılmasıdır.

e- İsviçre Hukukunda

İsviçre'deki kamuyu aydınlatma düzenlemesi özel sektör temsilcileri tarafından hazırlanmıştır⁸²³. İsviçre Emeklilik Fonları Birliği (*Der Schweizerische Pensionskassenverband ASIP*), Tazminat Fonları (*Ausgleichsfonds AHV/IV/EO*), İsviçre Ortaklıklar Birliği (*Economiesuisse*), İsviçre Sürdürülebilir Kalkınma Vakfı (*Ethos-Schweizerische Stiftung für nachhaltige Entwicklung*), İsviçre Bankalar Birliği (*SwissBanking-Schweizerische Bankiervereinigung*) ve İsviçre'deki Sanayi ve Hizmet Grupları Birliği'nin (*SwissHoldings-Verband der Industrie- und Dienstleistungskonzerne der Schweiz*) bir araya gelerek hazırladıkları Kurumsal Yatırımcılar İçin Anonim Ortaklıklara Katılım Haklarının Kullanımına İlişkin Kılavuz (*Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften*) 2013 yılında yayımlanmış olup, halen uygulanmaktadır⁸²⁴. Söz konusu kılavuz öğretide İsviçre Gözetim Kodu (*Swiss Stewardship Code*) olarak anılmaktadır⁸²⁵.

Kılavuz, varlık sahiplerini kapsayan prensipler içermektedir. Kolektif yatırım kuruluşlarının içerisinde olduğu varlık sahipleri için beş ilke ve her ilkenin altında uygulayıcılara rehberlik eden açıklamalar bulunmaktadır. Bununla birlikte bazı ilkelere varlık yöneticilerine ve hizmet sağlayıcılara değinilse de söz konusu ilkeler doğrudan

⁸²² agd, 1., 4., 5. ve 7. İlkeler ve Giriş Bölümü, m. 5, 6 ve 8.

⁸²³ Böckli, Aktienrecht, s. 1829, Rn. 52; Hausmann/Bechtold-Orth, s. 237.

⁸²⁴ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://economiesuisse.ch/de/publikationen/richtlinien-fuer-institutionelle-investoren-zur-ausuebung-ihrer-mitwirkungsrechte-bei>.

⁸²⁵ Frick, David: *Der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance 2023 – Besteht Reformbedarf?*, GesKR 1/2022, s. 2.

varlık yöneticilerine ve hizmet sağlayıcılara yönelik değildir⁸²⁶. Bu yüzden Kılavuz 2020 tarihli İngiliz Gözetim Kodu'na kıyasla daha dar bir uygulama alanına sahiptir.

Kılavuz'da uyum zorunluluğu bakımından “uy ya da açıkla” prensibi kabul edilmiştir. Buna karşılık, Kılavuz'ın giriş kısmında kurumsal yatırımcıların, kendilerine yatırım yapan yatırımcılara karşı sorumluluklarının ve pay sahibi oldukları ortaklıkların uzun vadeli kurumsal yönetimlerinde sahip oldukları önemli rollerin farkında oldukları açıkça ifade edilerek⁸²⁷, söz konusu Kılavuz'un uygulayıcılar tarafından “ciddiye” alınması konusunda kurumsal yatırımcılara bir sinyal verildiği belirtilmektedir⁸²⁸. Ne var ki Kılavuz hazırlayanlar tarafından arzu edilen ilgiyi görmemiştir⁸²⁹.

Kılavuz'da katılım haklarının, oy hakkı ve genel kurula katılma hakkı gibi kurumsal yatırımcıların halka açık ortaklıkları ilgilendiren konularda etkili olmalarına izin veren haklar olduğu açıkça ifade edilmiştir⁸³⁰. Kurumsal yatırımcıların katılım haklarını kendilerine yatırım yapan yatırımcıların çıkarını gözetenek, uzun vadeli ve sürdürülebilir bir anlayışla kullanacakları belirtilmiştir⁸³¹. Kılavuz'da katılım hakkı kapsamında özellikle oy hakkının kullanılmasına odaklanılmıştır. Bu yüzden Kılavuz katılımcı pay sahipliğinde kullanılan araçlar bakımından İngiliz Gözetim Kodu'na kıyasla daha dar bir kapsamdadır⁸³². Gerçekten de Kılavuz'da genellikle oy hakkının kullanılmasına ilişkin açıklamalar ve bundan başka, ortaklıkların yönetimiyle uygun bir diyalog kurulmasından ve tartışmalı konularda ise gerekirse temas olasılığından bahsedilmektedir⁸³³.

⁸²⁶ agd, 3. ve 5. İlkeler.

⁸²⁷ agd, s. 4.

⁸²⁸ *Hausmann/Bechtold-Orth*, s. 237.

⁸²⁹ *Böckli*, Aktienrecht, s. 1830, Rn. 52 ve s. 1864, Rn. 139.

⁸³⁰ agd, s. 7.

⁸³¹ agd, 2. İlke.

⁸³² *Böckli*, Aktienrecht, s. 1829, Rn. 52 ve s. 1864, Rn. 139; *Hausmann/Bechtold-Orth*, s. 239-240.

⁸³³ *Böckli*, Aktienrecht, s. 1829, Rn. 52; agd, 2. İlke.

Ayrıca 2023 tarihli Kurumsal Yönetim için İsviçre En İyi Uygulama Kodu⁸³⁴,nda (*Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*) da tıpkı İngiliz hukukundaki gibi pay sahiplerinin halka açık ortaklıkların yönetimine katılması teşvik edilmektedir. Örneğin “pay sahipleri ve genel kurul” başlıklı ilk bölümde pay sahiplerinin ortaklıklarda son kararı veren kişiler oldukları belirtilmiş ve kurumsal yatırımcıların halka açık ortaklıklara karşı şeffaf olacağı ve Kurumsal Yatırımcılar İçin Anonim Ortaklıklara Katılım Haklarının Kullanımına İlişkin Kılavuz’da belirtilen ilkeleri dikkate alacağı ifade edilmiştir⁸³⁵. Kılavuz ve 2023 tarihli Kurumsal Yönetim için İsviçre En İyi Uygulama Kodu birbirini tamamlayan kurallardan oluşmaktadır⁸³⁶.

f- Alman Hukukunda

Alman hukukunda, tespit edebildiğimiz kadarıyla kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık ortaklıkların yönetimine katılmasına ilişkin olarak hem özel sektör temsilcilerinin hem de kamu otoritelerinin hazırlanmış olduğu farklı düzenlemeler bulunmaktadır. Bunlardan ilki, Alman yatırım fonlarının temsilcilerinden oluşan Alman Yatırım ve Varlık Yönetimi Birliği (*Bundesverband Investment und Asset Management/BVI*) tarafından 2019 yılında yayımlanan Davranış Kuralları⁸³⁷,dır (*BVI Rules of Conduct*). Davranış Kuralları, uyum zorunluluğu bakımından gönüllülük esasına dayanmaktadır. Davranış Kuralları kapsam bakımından varlık yöneticilerine yönelik beş ilkeden oluşmaktadır ve her ilkenin altında uygulayıcılara rehberlik eden açıklamalar bulunmaktadır⁸³⁸.

⁸³⁴ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://economiesuisse.ch/en/publications/swiss-code-best-practice-corporate-governance>.

⁸³⁵ agd, s. 7.

⁸³⁶ Böckli, Aktienrecht, s. 1863, Rn. 135.

⁸³⁷ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://www.bvi.de/>.

⁸³⁸ Ringe, Stewardship, s. 109.

Alman hukukundaki ikinci düzenleme, varlık yöneticilerinin ve finansal analistlerin temsilcilerinden oluşan Alman Finansal Analiz ve Varlık Yönetimi Birliği (*Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management/DVFA*) tarafından ilk olarak 2020 yılında yayımlanan ve 2023 yılında yenilenerek yayımlanan Gözetim Kılavuzu⁸³⁹’dur (*DVFA Stewardship- Leitlinien*). Gözetim Kılavuzu, uyum zorunluluğu bakımından “uy ya da açıkla” prensibine dayanmaktadır. Kapsam bakımından ise varlık yöneticilerine yönelik dokuz ilke ve her ilkenin altında uygulayıcılara rehberlik eden açıklamalar bulunmaktadır. Gözetim Kılavuzu’nda tıpkı İngiltere ve Hollanda’daki düzenlemelerdeki gibi, ortaklık yöneticileri ile varlık yöneticileri arasında anlaşmazlık olması hâlinde, portföy yönetim ortaklıklarının katılımcı pay sahipliği kapsamında kullanacakları araçların “şiddetini” giderek artırabilecekleri açıkça ifade edilmektedir. Bu kapsamda çeşitli şekillerde kamuoyu baskısı oluşturulabileceği, yöneticilerin ibralarının reddedilebileceği, özel denetçiden yararlanılabileceği ve en sonunda dava hakkından yararlanılabileceği belirtilmektedir⁸⁴⁰.

Alman hukukundaki üçüncü düzenleme, AB hukukuyla uyum çerçevesinde 2019 yılı Aralık ayında yayımlanan İkinci Pay Sahipliği Hakları Direktifi’nin Uygulanmasına İlişkin Kanun⁸⁴¹ (*Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie/ARUG II*) ile Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu’na eklenen § 134a-134d hükümleridir⁸⁴². Söz konusu maddelerin eklenmesi sonucunda, Alman Sermaye Yatırım Kanunu (*KAGB*) kolektif yatırım kuruluşlarının müşterileriyle olan ilişkilerini, Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu ise

⁸³⁹ Söz konusu metne erişim için bkz. https://dvfa.de/wp-content/uploads/2023/10/DVFA_Stewardship-Leitlinien_2023-10.pdf.

⁸⁴⁰ agd, 4. İlke.

⁸⁴¹ Söz konusu kanuna erişmek için bkz. <https://www.buzer.de/s1.htm?a=arug+II&g=>.

⁸⁴² Söz konusu hükümler İngiliz Gözetim Kodu’nun (*Stewardship Code*) Alman hukukundaki yansımasıdır (*Rieckers*, § 134b Rn. 6).

kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi olarak haklarını ve yükümlülüklerini düzenlemektedir⁸⁴³.

AktG § 134a-134d’de yer alan hükümler 2020 yılından beri uygulanmakta olup, AB hukukundaki düzenlemenin birebir çevirisidir⁸⁴⁴. Söz konusu hükümler, İsviçre, İngiltere ve ABD’deki düzenlemelerin aksine kural bazlı düzenlemelerdir⁸⁴⁵. Bu yüzden kamuyu aydınlatmaya yönelik raporların içeriğine ilişkin ayrıntılı hükümlere yer verilmektedir. Söz konusu hükümler uygulama zorunluluğu bakımından “uy ya da açıkla” prensibine dayanmaktadır (AktG § 134b-4, 134c-2, 134d-1).

AktG § 134a-134d hükümleri kapsam genişliği bakımından 2020 tarihli İngiliz Gözetim Kodu ve Japon Gözetim Kodu’na benzemektedir. Diğer bir ifadeyle söz konusu hükümlerde varlık sahipleri, varlık yöneticileri ve hizmet sağlayıcılarına yönelik kurallar bulunmaktadır. Ancak belirtmek gerekir ki İngiltere ve Japonya’daki düzenlemelerde varlık sahipleri, varlık yöneticileri ve hizmet sağlayıcıları bakımından herhangi bir sınırlama yapılmamışken, buna karşılık Alman hukukunda varlık sahipleri, varlık yöneticileri ve hizmet sağlayıcıları bakımından tanımlar yapılarak (AktG § 134a), diğer bir ifadeyle söz konusu kavramların hangi sermaye piyasası kurumlarını kapsadığı açıkça belirtilerek bir sınır çizilmiştir. Örneğin, AktG’de varlık sahipleri bakımından sigorta ortaklıklarına ve emeklilik fonlarına, hizmet sağlayıcıları bakımından ise oy hakkı danışmanlarına değinilmektedir. Alman hukukundaki bu tercih Alman kanun koyucunun AB hukukuna uyum çabalarından kaynaklanmaktadır. Zira AB hukukundaki düzenlemenin kapsamı ile Alman hukukundaki düzenlemenin kapsamı aynıdır⁸⁴⁶. Bu

⁸⁴³ Ringe, Stewardship, s. 96.

⁸⁴⁴ Krebs, § 134a Rn. 3; Rieckers, § 134a Rn. 16-17.

⁸⁴⁵ Kural bazlı düzenleme için bkz. Üçüncü Bölüm, II, C.

⁸⁴⁶ Bkz. Üçüncü Bölüm, III, B, 1.

durum karşısında önemli kurumsal yatırımcıların kapsam dışında bırakıldığı ve bu yüzden AktG § 134a-134d hükümlerinin istenen etkiyi yaratamayacağı ifade edilmektedir⁸⁴⁷.

AktG § 134b hükmü, varlık sahiplerinin ve varlık yöneticilerinin katılım politikalarına, katılım raporlarına ve oy verme davranışlarına ilişkin yapacakları açıklamaların kapsamına ve usulüne ilişkindir. AktG § 134c hükmü, varlık sahiplerinin ve varlık yöneticilerinin izledikleri yatırım stratejilerinin uygunluğunun ve bu stratejilerin portföylerinde yer alan varlıkların orta ve uzun vadeli değeri üzerindeki etkilerinin açıklanmasını düzenlemektedir. AktG § 134d’de ise oy hakkı danışmanlarının (hizmet sağlayıcılarının) faaliyetleri esnasında izledikleri davranış kurallarını açıklamaları istenmektedir.

Ayrıca söz konusu hükümlerin Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu’nda düzenlenmesine yönelik Alman öğretisindeki tartışmaya değinmek yararlı olacaktır. ARUG II gerekçesinde, AktG § 134a-134d hükümlerinin borsada işlem gören anonim ortaklıklarda oy haklarının kullanımıyla ilgili olduğu, bu yüzden Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu’nda “genel kurul” başlıklı dördüncü bölümde yer alan “oy hakkı” başlıklı dördüncü alt bölüme dahil edilmesinin uygun olduğu ifade edilmiştir⁸⁴⁸. Keza öğretideki bir görüş de söz konusu düzenlemelerin AktG içerisinde konumlandırılmasını şu gerekçelerle desteklemektedir. İlk olarak, bu hükümlerde şeffaflık bir ara hedeftir, nihai hedef ise kurumsal yönetimin iyileştirilmesidir. Bu yüzden kolektif yatırım kuruluşları artık yalnızca bir yatırımcı olarak değil, şeffaflığın yaratılması yoluyla oy gücünün etkisini uygun bir şekilde kullanması sağlanan bir kurumsal yönetim paydaşı olarak görülmektedir⁸⁴⁹. İkincisi, söz konusu düzenlemeler varlık sahiplerini, varlık yöneticilerini ve hizmet sağlayıcılarını kapsamaktadır. Bu kuruluşlar için ayrı ayrı

⁸⁴⁷ Baums, Institutionelle Investoren, s. 615.

⁸⁴⁸ ARUG II, s. 98. ARUG II’nin gerekçesine erişmek için bkz. <https://dserv.bundestag.de/btd/19/097/1909739.pdf>.

⁸⁴⁹ Koch, J., Der Kapitalanleger, s. 1; Krebs, § 134a Rn. 4 ve 7.

hükümler öngörülme istenirse, varlık sahipleri bakımından Sigorta Ortaklıklarının Denetlenmesi Hakkında Kanun'a (*Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen/VAG*), varlık yöneticileri bakımından Alman Sermaye Yatırım Kanunu'na (*KAGB*) ve hizmet sağlayıcıları bakımından ise Menkul Kıymet Ticareti Hakkında Kanun'a (*Gesetz über den Wertpapierhandel/WpHG*) hükümler eklemek gerekecektir. Alman kanun koyucu bütün bunları bir arada AktG içerisinde düzenleyerek, dağınıklığın önüne geçmiş ve yeknesaklığı sağlamıştır⁸⁵⁰.

Buna karşılık, öğretideki diğer bir görüş söz konusu hükümlerin AktG içerisinde yer almasına karşı çıkmaktadır. Buna göre oy hakkı kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık ortaklıkların yönetimine katılma biçimlerinden yalnızca bir tanesidir⁸⁵¹. Gerçekten de yukarıda izah ettiğimiz üzere, katılımcı pay sahipliğinde kullanılabilecek araçlar yalnızca oy hakkıyla sınırlı değildir⁸⁵². Dolayısıyla, katılımcı pay sahipliğini oy hakkına indirgemek doğru değildir. İkincisi, söz konusu kamuyu aydınlatma hükümleri kolektif yatırım kuruluşları ile halka açık ortaklıklar arasındaki ilişkiyi doğrudan düzenlemekten ziyade esasen kolektif yatırım kuruluşları ile bu kuruluşların müşterileri (yatırımcıları) arasındaki ilişkiyle ilgilidir⁸⁵³. Üçüncüsü, kamuyu aydınlatma hükümlerinin uygulanması yatırım yapılan ortaklığın Alman hukukuna tabi bir halka açık ortaklık olmasını gerektirmemektedir. Kolektif yatırım kuruluşları Alman hukukuna tabi olmayan bir ortaklıkta pay sahibi olsalar da kamuyu aydınlatma hükümleri kapsamında raporlarını hazırlamalıdır⁸⁵⁴. Bu yüzden söz konusu hükümlerin sermaye piyasası hukuku yönünün ağır bastığı ve ilgili sermaye piyasası kurumlarını kapsayan kanunlar (*VAG*,

⁸⁵⁰ Rieckers, § 134a Rn. 4; Koch, J., Aktiengesetz, § 134a Rn. 1; Arnold, Münchener Kommentar, § 134a Rn. 13; Mülberr, Peter: *Die neue kapitalmarktrechtliche Dimension des AktG aufgrund der Richtlinie (EU) 2017/828 (Aktionärsrechte-Richtlinie II) betreffend Intermediäre*, AG 2/2021, s. 54.

⁸⁵¹ Rieckers, § 134a Rn. 4; Arnold, Münchener Kommentar, § 134a Rn. 13; Tröger, s. 148.

⁸⁵² Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6.

⁸⁵³ Rieckers, § 134a Rn. 4; Arnold, Münchener Kommentar, § 134a Rn. 13; Tröger, s. 148.

⁸⁵⁴ Rieckers, § 134a Rn. 4; Splinter, § 134a Rn. 11.

KAGB ve WpHG) içerisinde veya İngiltere hukukundaki gibi ayrı bir Gözetim Kodu olarak düzenlenmesi gerektiği ifade edilmektedir⁸⁵⁵.

Aktg § 134a-134d hükümlerinin yanı sıra Alman Kurumsal Yönetim Kodeksi'nin giriş bölümünde kurumsal yatırımcıların ortaklıklar için özel bir öneme sahip olduğu ve kendilerinden şeffaflığı ve sürdürülebilirliği dikkate alan ilkeler temelinde pay sahipliği haklarını aktif ve sorumlu bir şekilde kullanmalarının beklendiği belirtilmiştir (DCGK, s. 2 ve 8. İlke). Ancak bu açıklama kurumsal yatırımcılar için bir yükümlülük doğurmamakta, yalnızca bir beklentiyi ifade etmektedir⁸⁵⁶. Ayrıca Alman Kurumsal Yönetim Kodeksi'nde pay sahipleriyle diyalog bakımından ortaklıkların gözetim kurulu başkanlarının gözetim konularıyla ilgili olarak pay sahipleriyle görüşmeye hazır olacağı belirtilmiştir (DCGK, 7. İlke, A.6).

g- Avusturya Hukukunda

Avusturya hukukunda tıpkı Alman hukukundaki gibi AB hukukuyla uyum çerçevesinde⁸⁵⁷ Avusturya Borsa Kanunu⁸⁵⁸, na (BörseG) § 185-188 hükümleri eklenerek kolektif yatırım kuruluşlarının, pay sahibi oldukları halka açık ortaklıkların yönetimine katılması düzenlenmiştir. Söz konusu hükümler kural bazlı düzenlemelerdir ve uygulama zorunluluğu bakımından “uy ya da açıkla” prensibine dayanmaktadır (BörseG § 185-1, 186-2, 188-1).

Kolektif yatırım kuruluşlarının kamuyu aydınlatmasına yönelik bu hükümlerin Avusturya Pay Senetli Ortaklıklar Kanunu'nda değil de Avusturya Borsa Kanunu'nda düzenlenmesi, söz konusu hükümlerin sermaye piyasası hukuku yönünün ağır bastığını

⁸⁵⁵ *Rieckers*, § 134a Rn. 4; *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134a Rn. 13; *Baums*, Institutionelle Investoren, s. 615; *Tröger*, s. 148-149; *Splinter*, § 134a Rn. 11; *Stöber*, Michael: *Neuerungen im Aktienrecht durch das ARUG II*, DStR 8/2020, s. 393.

⁸⁵⁶ *Ringe*, Stewardship, s. 107.

⁸⁵⁷ *Kalss*, Aktiengesetz, § 134b Rn. 24.

⁸⁵⁸ Söz konusu kanuna erişmek için bkz. <https://www.ris.bka.gv.at/default.aspx>.

ifade eden Alman öğretisindeki görüşü⁸⁵⁹ teyit eder niteliktedir. AktG § 134a-134d hakkında yukarıda yaptığımız açıklamalar⁸⁶⁰ BörseG § 185-188 hükümleri için de geçerlidir ve tekrara düşmemek için bu başlık altında daha fazla açıklama yapılmayacaktır.

Ayrıca 2023 tarihli Avusturya Kurumsal Yönetim Kodeksi⁸⁶¹,’nde kolektif yatırım kuruluşlarına veya kurumsal yatırımcılara yönelik herhangi bir özel hüküm veya açıklama yer almamakla birlikte, halka açık ortaklıkların, pay sahiplerinin genel kurula katılmalarını ve haklarını en iyi şekilde kullanmalarını desteklemeleri, bu kapsamda özellikle pay sahiplerinin oy, konuşma ve bilgi alma haklarını kullanmaları için gerekli koşulların oluşturulması önerilmektedir⁸⁶².

3. Uluslararası Kuruluşların Esnek Hukuk Düzenlemeleri

Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık ortaklıkların yönetimine katılması konusunda çeşitli uluslararası kuruluşların hazırladıkları düzenlemeler de bulunmaktadır. Bunlardan ilki, Avrupa Fon ve Varlık Yöneticileri Birliği (*European Fund and Asset Management Association/EFAMA*) tarafından 2011 yılında yayımlanan ve sonrasında 2007/36 sayılı AB Direktifi’ndeki değişikliklere uyumlaştırmak için 2017 yılında yenilenen EFAMA Gözetim Kodu⁸⁶³,dur (*EFAMA Stewardship Code*). “Uy ya da açıkla” prensibine dayanan söz konusu kod ilke bazlı bir düzenlemedir. Yalnızca varlık yöneticileri için altı ilke ve her ilkenin altında uygulayıcılara rehberlik eden açıklamalar bulunmaktadır. EFAMA Gözetim Kodu’nda gözetim (*stewardship*) kavramının tanımı yapılmış ve bu tanımda gözetim ile katılım

⁸⁵⁹ Bkz. Üçüncü Bölüm, III, B, 2, f.

⁸⁶⁰ Bkz. Üçüncü Bölüm, III, B, 2, f.

⁸⁶¹ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://www.corporate-governance.at/kodex/>.

⁸⁶² agd, 7. İlke.

⁸⁶³ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://www.efama.org/policy/stewardship>.

(*engagement*) kavramları eş anlamlı olarak kullanılmıştır⁸⁶⁴. Ayrıca varlık yöneticilerinin ortaklık yöneticileriyle diyalog kurarak ortaklık yönetimine katılmalarına öncelik verilmiş, ancak ortaklık yöneticileri ile varlık yöneticileri arasında anlaşmazlık olması hâlinde, varlık yöneticilerinin katılımcı pay sahipliği kapsamında kullanacakları araçların “şiddetini” giderek artırabilecekleri de ifade edilmiştir⁸⁶⁵.

İkinci düzenleme, Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (*Organisation for Economic Co-operation and Development/OECD*) tarafından 2015 yılında yayımlandıktan sonra 2023 yılında yenilenerek yayımlanan “G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri⁸⁶⁶”dır. Söz konusu düzenlemede esasen kurumsal yönetim ilkeleri ele alınıyor olsa da düzenlemenin üçüncü bölümünde varlık sahiplerinin, varlık yöneticilerinin ve hizmet sağlayıcıların kurumsal yönetim içerisindeki önemi, bu kuruluşlara ilişkin düzenlemelerin özellikleri ve söz konusu kuruluşların iyi bir kurumsal yönetim için neler yapabilecekleri genel hatlarıyla açıklanmaktadır⁸⁶⁷.

Üçüncü düzenleme, Uluslararası Kurumsal Yönetim Ağı (*International Corporate Governance Network/ICGN*) tarafından 2003 yılında yayımlanan ve sonrasında dördüncü kez 2024 yılında güncellenen ICGN Küresel Gözetim İlkeleri⁸⁶⁸, dir (*ICGN Global Stewardship Principles*). ICGN Küresel Gözetim İlkeleri’nin giriş bölümünde gözetim (*stewardship*), “menfaat sahipleri ve müşteriler için uzun vadeli değeri korumak ve geliştirmek amacıyla sermayenin sorumlu bir şekilde tahsisi, yönetimi ve takip edilmesi” biçiminde tanımlanmaktadır⁸⁶⁹. ICGN Küresel Gözetim İlkeleri varlık

⁸⁶⁴ agd, s. 2.

⁸⁶⁵ agd, s. 4 ve 3. İlke.

⁸⁶⁶ Söz konusu metin 2023 yılında G20 üyeleri tarafından da kabul edildiği için “*The G20/OECD Principles of Corporate Governance*” başlığını taşımaktadır. Metne erişim için bkz. <https://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance/>.

⁸⁶⁷ agd, s. 22-26.

⁸⁶⁸ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://www.icgn.org/global-stewardship-principles>.

⁸⁶⁹ agd, s. 3.

sahiplerini, varlık yöneticilerini ve hizmet sağlayıcılarını kapsayan beş ilkeden ve her ilke için ayrı ayrı hazırlanmış kılavuz niteliğinde açıklamalardan oluşmaktadır. Uyum zorunluluğu bakımından “uy ya da açıkla” prensibi kabul edilmiştir. ICGN Küresel Gözetim İlkeleri’nde kurumsal yatırımcıların halka açık ortaklıkların yönetimine yapıcı şekilde katılım gösterecekleri belirtilmiş, ancak ortaklıkla ilgili endişeler ve sorunlar giderilmediği takdirde katılımcı pay sahipliği kapsamında kullanılacak araçların “şiddetinin” artırılabilceği ifade edilmiştir⁸⁷⁰.

C- Türk Hukukunda

1. Kamuyu Aydınlatmada Özel Düzenlemeye İhtiyaç Bulunması

Türk hukukunda kolektif yatırım kuruluşları çeşitli belge, sunum ve raporlarla kamuyu aydınlatmaktadırlar. Belgeler, bilgilendirme dokümanı adıyla anılmaktadır. Bilgilendirme dokümanları yatırım fonları bakımından şemsiye fon iç tüzüğü, fon izahnamesi ve yatırımcı bilgi formundan, yatırım ortaklıkları bakımından ise ortaklık esas sözleşmesi, izahname, ihraç belgesi ve yatırımcı bilgi formundan oluşmaktadır (YatFonT m. 3/1-c; MenYatOT m. 3/1-e). Söz konusu belgelerde genel itibariyle kolektif yatırım kuruluşu hakkında bilgi verilmekte, taraflar arasındaki hukuki ilişkiler belirtilmekte ve kolektif yatırım kuruluşunun işlettiği portföyün yatırım stratejisi ve özellikleri ile bunlardan kaynaklanabilecek riskler açıklanmaktadır (YatFonT Ek-1 ve Ek-2, m. 8/1 ve 12/1; MenYatOT Ek-1, m. 49/2 ve 50/1). Böylelikle yatırımcıların, kolektif yatırım kuruluşlarının işlettikleri portföylerin yapısını, yatırım stratejilerini ve bu stratejilerden kaynaklanan riskleri makul ölçüde anlayabilmeleri ve bilgiye dayalı olarak yatırım kararları alabilmeleri amaçlanmaktadır (YatFonT m. 3/1-u ve 12/1; MenYatOT m. 50/1 ve Ek-1).

⁸⁷⁰ agd, İlke 3.6.

Ayrıca kolektif yatırım kuruluşları aylık ve yıllık performans sunumu yapmaktadırlar. Bu sunumlarda özellikle işletilen portföyün yatırım stratejisi, portföyün toplam değeri, portföy dağılımı ve portföydeki payların sektörel dağılım bilgileri, portföyün getiri oranı ve karşılaştırma ölçütü açıklanmaktadır⁸⁷¹. Bununla birlikte yatırım fonları Yatırım Fonlarının Finansal Raporlama Esaslarına İlişkin Tebliğ⁸⁷²'e (YatFRT) göre yatırım ortaklıkları ise SPFinRT'ne göre finansal raporlar hazırlayarak kamuya açıklamaktadırlar.

Yukarıda izah edilen kamuyu aydınlatma belgeleri kolektif yatırım kuruluşlarını, pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmaya teşvik etmeyi amaçlamamaktadır. Gerçekten de kolektif yatırım kuruluşlarının yayımlamış oldukları bilgilendirme dokümanlarındaki yatırım stratejileri ve amaçlarına ilişkin bölümleri incelediğimizde genel olarak işletilen portföyün varsa temasının açıklandığı⁸⁷³ ve diğer kısımlarda ise ilgili tebliğlerde belirtilen hükümlerin aynen aktarıldığı görülmektedir⁸⁷⁴. Diğer bir ifadeyle, farklı kolektif yatırım kuruluşlarının yatırım stratejilerine ve amaçlarına ilişkin açıklamaların büyük bir kısmı birbirine benzemektedir. Bu durum, yatırımcıların kuruluşları birbiriyle kıyaslamasını zorlaştırmaktadır.

Ayrıca söz konusu kamuyu aydınlatma belgeleri portföy yönetim ortaklığının katılımcı pay sahipliği yaklaşımını izleyip izlemediğini ve izliyorsa nasıl izlediğini

⁸⁷¹ Bireysel Portföylerin ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirilmesine ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarını Notlandırma ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (VII-128.5) (RG. 17.12.2013, S. 28854) m. 11/1 ve 12/1.

⁸⁷² RG. 30.12.2013, S. 28867.

⁸⁷³ Örneğin BİST Banka Endeksi Hisse Senedi Fonu, Teknoloji Şirketleri Hisse Senedi Fonu, İhracatçı Şirketler Hisse Senedi Fonu (bkz. <https://www.kap.org.tr/tr/YatirimFonlari/YF>).

⁸⁷⁴ “Fon’un yatırım stratejisi: Fon toplam değerinin %80’i devamlı olarak yerli ihraççı paylarına yatırılacaktır. Fon’un ‘hisse senedi yoğun fon’ olması nedeniyle Fon portföy değerinin en az %80’i devamlı olarak menkul kıymet yatırım ortaklıkları payları hariç olmak üzere BİST’te işlem gören ihraççı payları, ihraççı paylarına ve pay endekslerine dayalı olarak yapılan vadeli işlem sözleşmelerinin nakit teminatları, ihraççı paylarına ve pay endekslerine dayalı opsiyon sözleşmelerinin primleri ile borsada işlem gören ihraççı paylarına ve pay endekslerine dayalı aracı kuruluş varantlarına yatırılır” (bkz. <https://www.kap.org.tr/tr/fon-bilgileri/ozet/ak3-ak-portfoy-hisse-senedi-tl-fonu-hisse-senedi-yogun-fon> ve karş. YatFonT m.6/1-a ve 6/2).

yatırımcılara açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Uygulamadan tespit edebildiğimiz kadarıyla, Marmara Capital Portföy Yönetimi Anonim Ortaklığı'nın kurucusu olduğu Marmara Capital Portföy Hisse Senedi Fonu'nun ve Marmara Capital Portföy Hisse Senedi Serbest Fon'un yöneticisi 2022, 2023 ve 2024 yıllarında Tekfen Holding Anonim Ortaklığı'nın genel kurullarına katılarak çeşitli pay sahipliği haklarını kullanmaktadır. Örneğin anılan fon yöneticisi, 2022 yılındaki olağan genel kurulda ortaklığın yönetim kurulu üyelerinin sayısının fazla olmasının efektif olmadığını belirterek üye sayısının azaltılmasını teklif etmiş ve ortaklığın işletme konusu olan müteahhitliğin inişli-çıkışlı bir iş olduğunu ifade ederek, ortaklığın gelirlerini uzun dönemli artırmak amacıyla üçüncü bir iş koluna yatırım yapılmasını önermiştir⁸⁷⁵.

Fon yöneticisi 2023 yılındaki olağan genel kurulda ortaklığın inşaat bölümünün karşı karşıya kaldığı risklerin yönetim kurulu faaliyet raporunda yer almadığını belirtmiş, ayrıca ortaklık yöneticilerin yanlış kararları yüzünden ortaklığın öz varlığının zayıfladığını ileri sürerek özel denetçi atanmasını ve toplantının ertelenmesini talep etmiştir⁸⁷⁶. 2024 yılındaki olağan genel kurulda ise aynı fon yöneticisi yine toplantının ertelenmesini talep etmiş, ortaklığın faiz giderlerinin arttığını, ortaklığın inşaat sektöründen ilerlemesinin mümkün olmadığını, yönetim kurulu üyelerinin görevlerini layıkıyla yapmadıklarını ileri sürmüş, yönetim kurulu üyelerinin ortaklığa getiri sağlayacak yatırımlar yapmaları gerektiğini belirtmiş ve yönetim kurulu üyelerinin ücretlerinin belirlenmesine ilişkin gündem maddesinde olumsuz oy kullanmıştır⁸⁷⁷.

⁸⁷⁵ Bkz. Tekfen Holding Anonim Ortaklığı 2022 yılı Genel Kurul Toplantı Tutanağı, s. 5 ve 7, <https://www.kap.org.tr/tr/sirket-bilgileri/ozet/1470-tekfen-holding-a-s>.

⁸⁷⁶ Bkz. Tekfen Holding Anonim Ortaklığı 2023 yılı Genel Kurul Toplantı Tutanağı, s. 2 ve 3, <https://www.kap.org.tr/tr/sirket-bilgileri/ozet/1470-tekfen-holding-a-s>. Ayrıca fon yöneticisi söz konusu genel kuruldan önce diğer pay sahiplerinin oy haklarını kullanmak için çağrı yoluyla vekalet toplamıştır (bkz. Tekfen Holding Anonim Ortaklığı'nın 14.03.2023 tarihli özel durum açıklaması, <https://www.kap.org.tr/tr/sirket-bilgileri/ozet/1470-tekfen-holding-a-s>).

⁸⁷⁷ Bkz. Tekfen Holding Anonim Ortaklığı 2024 yılı Genel Kurul Toplantı Tutanağı, s. 3, 4 ve 6. Fon yöneticisinin ve diğer pay sahiplerinin çabalarının ortaklık yöneticileri üzerinde şöyle bir etkisi olmuştur. Ortaklık yönetim kurulunun bir üyesi 2024 yılındaki genel kurulda ortaklığı 4-5 yıldır kötü yönettiklerini özür dileyerek ifade etmiş ve 2023 yılında bir değişiklik başlattıklarını ve pay sahiplerinin biraz daha sabırlı davranmalarını istemiştir (bkz. Tekfen Holding Anonim Ortaklığı 2024

Yukarıdaki örnekten görüldüğü üzere, anılan portföy yönetim ortaklığı ve yöneticisi üç yıldır aktif pay sahipliği yaklaşımı izlemektedir. Ancak aktif pay sahipliği yaklaşımının nasıl izlendiğine ve sonuçlarına ilişkin bilgiye portföy yönetim ortaklığının ve yatırım fonunun bilgilendirme dokümanlarında ulaşamamaktadır⁸⁷⁸. Kanaatimizce söz konusu bilgilerin yatırımcılarla paylaşılması ve yatırımcıların yatırım kararlarını bu bilgileri de değerlendirerek vermesi daha yararlı olacaktır. Zira yatırımcılar aktif/katılımcı/aktivist pay sahipliğini destekleyebilir veya desteklemeyebilir ve yatırım yaptığı fonun bu kapsamda faaliyet gösterip göstermediğini bilmek isteyebilir. Nitekim kolektif yatırıma ilişkin düzenlemelerin korumayı amaçladığı hususlardan biri de kolektif yatırım piyasasında şeffaflığı sağlamaktır⁸⁷⁹.

Sonuç olarak, aşağıda detaylıca anlatacağımız Sorumlu Yönetim İlkeleri'nin kabulünden önceki mevcut düzenlemeler, kolektif yatırım kuruluşlarını pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmaya (katılımcı pay sahipliğine) teşvik etmemekte ve kendilerine yatırım yapan mevcut yatırımcılar ile gelecekte yatırım yapabilecek müstakbel yatırımcılara bu konuda gerekli bilginin verilmesini sağlamamaktaydı.

yılı Genel Kurul Toplantı Tutanağı, s. 4, <https://www.kap.org.tr/tr/sirket-bilgileri/ozet/1470-tekfen-holding-a-s>).

⁸⁷⁸ Gerçekten de Marmara Capital Portföy Hisse Senedi Fonu'n izahnamesinde yalnızca "*Kurucu fona ait varlıklar üzerinde kendi adına ve fon hesabına mevzuat ve içtüzüğe uygun olarak tasarrufta bulunmaya ve bundan doğan hakları kullanmaya yetkilidir*" denilmiş, ancak portföydeki varlıklardan doğan hakların nasıl kullanılacağı ve buna ilişkin sonuçların açıklanmasına ilişkin bilgi verilmemiştir. İzahnamedeki bu açıklama YatFonT m. 9/1'den alınmış olup anılan hükmün tekrarı niteliğindedir. Bilgilendirme dokümanları için bkz. <https://www.kap.org.tr/tr/fon-bilgileri/ozet/mas-marmara-capital-portfoy-hisse-senedi-serbest-tl-fon-hisse-senedi-yogun-fon> ve <https://www.kap.org.tr/tr/fon-bilgileri/ozet/mac-marmara-capital-portfoy-hisse-senedi-tl-fonu-hisse-senedi-yogun-fon>.

⁸⁷⁹ *Bianchi*, s. 8, Rn. 16.

2. Sorumlu Yönetim İlkeleri

a- Giriş

Türk hukukunda kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmasına ilişkin düzenleme Sorumlu Yönetim İlkeleri'dir (SYİ). SYİ, diğer hukuk sistemlerindeki Gözetim Kodu (*Stewardship Code*) uygulamalarının Türk hukukundaki karşılığıdır.

SYİ, SPK Kurul Karar Organı'nın 16.02.2024 tarih ve 11/155 sayılı kararıyla düzenlenmiş ve 20.02.2024 tarihinde yayımlanan basın duyurusuyla kamuya açıklanmıştır⁸⁸⁰. Söz konusu duyuruda *“Dünyada kolektif yatırım kuruluşları, kurumsal pay sahipleri olmaları nedeniyle etkin ve güçlü bir kurumsal yönetim aktörü haline gelmişlerdir. Bu kuruluşlar, sermaye piyasalarında istikrarı sağlama konusunda önemli bir rol üstlenmişlerdir. Özellikle 2008 yılında yaşanan küresel ekonomik kriz ile kurumsal yatırımcıların yatırım yaptıkları şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları üzerindeki etkileri gündeme gelmiştir. Takip eden dönemde dünyanın pek çok ülkesinde kurumsal pay sahiplerinin yatırım yaptıkları şirketlere yönelik gözetim ilkeleri olarak ifade edilebilecek ‘stewardship codes’ adı altında düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemeler temel olarak, kolektif yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri tarafından, çevresel, sosyal ve yönetim faktörleri de dikkate alınarak yatırım yapılan şirketlerin uzun vadede sürdürülebilirliğini sağlamaya yönelik politikalar belirlenmesini teşvik etmektedir. Böylelikle makro düzeyde de ekonomi, çevre ve toplum için sürdürülebilir nitelikte fayda yaratmak amaçlanmaktadır”* açıklaması yapıldıktan sonra, SYİ'nin Türkiye’de bu alanda iyi uygulama standartlarının oluşturulabilmesini teminen düzenlendiği belirtilmiştir.

⁸⁸⁰ Sorumlu Yönetim İlkeleri'ne ve ilgili duyuruya erişim için bkz. <https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2024/sorumlu-yonetim-ilkeleri-duzenlendi>.

Ayrıca SPK Kurul Karar Organı'nın 21.11.2024 tarih ve 60/1696 sayılı kararıyla Sorumlu Yönetim İlkeleri Rehberi (SYİ Rehberi) kabul edilerek⁸⁸¹, sorumlu yönetim ilkelerine ilişkin uygulamaların raporlanmasında esas alınacak raporlama standartları söz konusu rehberde açıklanmıştır.

b- Kapsam

SYİ, ilke bazlı bir düzenlemedir ve dolayısıyla ilkelerin yanı sıra ilkelerin uygulanmasında portföy yönetim ortaklıklarına rehberlik edecek bazı açıklamaları (uygulama önerilerini) içerisinde barındırmaktadır. SYİ giriş, ilkeler ve uygulama önerileri ile uygulama esasları bölümlerinden oluşmaktadır. Söz konusu düzenleme esasen menkul kıymet yatırım fonlarının kurucusu ve yöneticisi olan portföy yönetim ortaklıkları (varlık sahipleri) için hazırlanmıştır⁸⁸². Ayrıca anılan düzenlemede kolektif portföy yöneticiliği faaliyeti yürüten portföy yönetim ortaklıklarının kurucu ortaklığa yapacakları raporlamaya ilişkin esasların portföy yönetim sözleşmesinde yer verileceği belirtilerek⁸⁸³, portföy yönetim ortaklıklarının (varlık yöneticilerinin) raporlama zorunluluğuna da işaret edilmiştir. Hizmet sağlayıcıları⁸⁸⁴ ise SYİ kapsamına alınmamıştır.

SYİ'nin kapsamında olduğu belirtilen menkul kıymet yatırım fonları Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde düzenlenen fonlardır⁸⁸⁵. Belirtmek gerekir ki anılan tebliğdeki fonların bir kısmı ağırlıklı olarak pay senedi dışındaki (kıymetli maden, para piyasası araçları, fonların katılma payları gibi) varlıklara yatırım yapmaktadırlar⁸⁸⁶. Ancak katılımcı pay sahipliği ve dolayısıyla gözetim ilkeleri halka açık ortaklıkların

⁸⁸¹ SYİ Rehberi'ne erişim için bkz. <https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2024/fon-rehberinde-yapilan-degisiklikler-ile-sorumlu-yonetim-ilkeleri-rehberi-duzenlemesine-iliskin-duyuru>.

⁸⁸² SYİ, giriş, 1. p.

⁸⁸³ SYİ, uygulama esasları, m. 2.

⁸⁸⁴ Bkz. Üçüncü Bölüm, II, B.

⁸⁸⁵ Bkz. SYİ Rehberi, s. 4.

⁸⁸⁶ Bkz. YatFonT m. 6.

paylarına yatırım yapan kolektif yatırım kuruluşlarına yönelikken, diğer yatırım fonlarının SYİ kapsamına alınması kanaatimizce uygun olmamıştır.

Menkul kıymet yatırım fonları dışında kalan kolektif yatırım kuruluşları (yatırım ortaklıkları ile girişim sermayesi yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları, borsa yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonları) SYİ kapsamına alınmamıştır. Türkiye’de pay senetlerine yapılan kolektif yatırımın yatırım ortaklıklarından ziyade yatırım fonları üzerinden artarak devam ettiği⁸⁸⁷ göz önüne alındığında yatırım ortaklıklarının kapsam dışında bırakılması kanaatimizce uygun olmuştur. Ancak bu durum söz konusu kuruluşların SYİ’yi gönüllü olarak uygulamalarına engel değildir.

Yatırım fonları bakımından ise portföylerine en az %80 oranında pay senedi dışındaki diğer varlıkları almakla yükümlü girişim sermayesi yatırım fonlarının ve gayrimenkul yatırım fonlarının SYİ’nin kapsamına dahil edilmemesi uygundur. Borsa yatırım fonları bakımından ise kanaatimizce pay piyasası endekslerine yatırım yapan borsa yatırım fonlarının SYİ kapsamına alınması yararlı olurdu. Zira pay piyasalarına yatırım yapan borsa yatırım fonlarının, halka açık ortaklıklarda uzun vadeci yatırımcı oldukları ve yatırım yaptıkları halka açık ortaklıklarda pasif bir şekilde beklemektense, ortaklıkların daha iyi yönetilmesi için çaba gösterebilecekleri ifade edilmektedir⁸⁸⁸.

SYİ, emeklilik yatırım fonlarını kapsamamaktadır. Ancak diğer ulusal ve uluslararası düzenlemelerde emeklilik yatırım fonlarının gözetim ilkelerinin kapsamına alındığı göz önünde tutulursa, ağırlıklı olarak pay senetlerine yatırım yapan emeklilik yatırım fonlarının da SYİ kapsamına alınmasının uygun olacağı kanaatindeyiz⁸⁸⁹.

⁸⁸⁷ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 3, a, i.

⁸⁸⁸ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 2, b.

⁸⁸⁹ Nitekim emeklilik yatırım fonlarının portföy dağılımında yurt içi pay senedi yatırımı 2019 yılında %12,6’ya, 2023 yılında %23,6’ya yükselmiştir (bkz. *Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: 2023 yılı Türkiye Sermaye Piyasası Raporu*, s. 50). Ayrıca pay senetlerine yatırım yapan emeklilik fonlarının portföy büyüklüğü 2019 yılında 5 milyar TL iken, 2023 yılında 74 milyar TL’ye yükselmiştir (bkz. *Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: 2023 yılı Türkiye Sermaye Piyasası Raporu*, s. 48).

Gerçekten de fon toplam değerinin en az %80'ini pay senedi dışındaki çeşitli varlıklara yatıran menkul kıymet yatırım fonları SYİ'ye dahil edilmişken, fon toplam değerinin %80'ini pay piyasası endekslerinde yer alan paylara yatıran borsa yatırım fonlarının ve pay senetlerine yatırım yapmak üzere kurulan emeklilik yatırım fonlarının SYİ kapsamında olmaması katılımcı pay sahipliği yaklaşımıyla çelişmektedir. Kanaatimizce, SYİ'nin kapsamı hisse senedi fonları, pay piyasası endeksine yatırım yapan borsa yatırım fonları, fon toplam değerinin en az %80'ini pay senetlerine yatıran emeklilik fonları ile serbest fonlar olacak şekilde belirlenebilirdi.

c- İlkeler

i- Genel Olarak

SYİ, yatırım fonlarının mal varlıklarının ilgili tüm paydaşlar için uzun vadede değer yaratımı ile ekonomi, çevre ve toplum için sürdürülebilir nitelikte fayda sağlanması amaçlarıyla sorumlu şekilde yatırıma yönlendirilmesi, yönetimi ve gözetimine yönelik olarak “uy ya da açıkla” prensibi esas alınarak belirlenmiş ilkeler bütününü ifade etmektedir⁸⁹⁰.

SYİ, yatırım yapılan ortaklıklara yönelik izleme faaliyetleri (1. İlke), yatırım yapılan şirketler ile etkileşim faaliyetleri (2. İlke), ilgili tüm paydaşlar ile iş birliği faaliyetleri (3. İlke), yönetilen portföylerdeki varlıklara ait oy haklarının kullanımı (4. İlke) ile çevresel, sosyal, yönetişim faktörlerinin sorumlu yönetim politikasına dahil edilmesi (5. İlke) konularında düzenlenen toplam beş ilkeden oluşmaktadır. Her bir ilke için “Uygulama Önerileri” başlığı altında ilkelerin uygulanmasında kullanılabilecek yaklaşım ve yöntemler örneklendirilmiştir. İlkelerin uygulama esasları, portföy yönetim ortaklıklarının kapasitesi, iş stratejisi, yönetilen fonların yatırım stratejileri ve benzeri faktörler dikkate alınarak portföy yönetim ortaklıkları tarafından serbestçe

⁸⁹⁰ SYİ, giriş, 1. p.

belirlenebilmektedir⁸⁹¹. Uygulama esasları SYİ politikası içerisinde yer almakta ve kamuya açıklanmaktadır⁸⁹².

ii- İzleme Faaliyeti Yürütülmesi

Ortaklıklara yönelik izleme faaliyetleri (1. İlke), yatırım yapılan ortaklık ile uzun vadedeki yatırım değerinin sağlıklı bir şekilde analiz edilebilmesi için yürütülmektedir. Bu kapsamda ortaklıkla ilgili bilgi ve raporların, ortaklık faaliyetlerinde izlenen iş stratejilerinin, uygulamaların, ortaklık genel kurul toplantılarının, ortaklık yönetim kurullarının ve alt komitelerinin etkinliğinin, yöneticilere sağlanan mali hakların takip edilebileceği ve değerlendirilebileceği örnek olarak belirtilmiştir⁸⁹³. Bunlara ek olarak, ortaklığın finansal ve finansal olmayan performansı ve bunlara ilişkin riskler, ortaklığın sermaye yapısı, ortaklık faaliyetlerinin sosyal ve çevresel etkisi ile ortaklığın kurumsal yönetimi de izleme faaliyeti kapsamına dahil edilebilmektedir⁸⁹⁴.

Portföy yönetim ortaklığının izleme faaliyeti yürütmesi portföy yönetim ortaklıklarına ortaklıkla ilgili bilgi edinilmesi konusunda diğer pay sahiplerinden ayrı bir hak veya ayrıcalık tanımamaktadır⁸⁹⁵. Bu kapsamda ortaklıkların kamuya açıkladıkları bilgi ve belgelerden yararlanılabileceği gibi ortaklık yöneticileriyle yapılan kişisel görüşmelerden elde edilen bilgilerden de yararlanılabilmektedir⁸⁹⁶. Öğretide, izleme faaliyetiyle ilgili olarak, yatırımcının yatırım kararı veya ortaklığın yönetimine aktif olarak katılma kararı verebilmesi için belirleyici olabilecek veya bir bütün olarak toplum için önemli olabilecek konuların izlenmesi gerektiği ifade edilmektedir⁸⁹⁷.

⁸⁹¹ SYİ, giriş, 2. p. SPK tarafından portföy yönetim ortaklıklarına böyle bir esneklik tanınması katılımcı pay sahipliğiyle uyumludur.

⁸⁹² SYİ, uygulama esasları, m. 1 ve 5.

⁸⁹³ SYİ, 1. İlke.

⁸⁹⁴ Bkz. 2007/36 sayılı AB Direktifi m. 3g/1-a.

⁸⁹⁵ *Rieckers*, § 134b Rn. 13.

⁸⁹⁶ *Rieckers*, § 134b Rn. 13; *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 8.

⁸⁹⁷ *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 8.

Ayrıca izleme faaliyeti sonucunda oluşan teklif ve öneriler ortaklık yetkililerine iletebileceği ve yatırım yapılan ortaklıklarla sınırlı olmamak üzere, yatırım yapılan sektördeki genel riskleri açıklayan bir raporun yıllık olarak hazırlanabileceği örnek olarak verilmiştir⁸⁹⁸. Kanaatimizce izlemeye ilişkin raporun sektöre yönelik değil de ortaklığa yönelik olarak hazırlanması örneklendirilme bakımından daha uygun olurdu. Zira izleme faaliyeti yatırım yapılan ortaklık özelinde yürütülmekte ve sektörden ziyade ortaklığa ilişkin bilgiler takip edilmektedir.

iii- Etkileşim Faaliyeti Yürütülmesi

Ortaklıklara yönelik etkileşim faaliyetlerinde (2. İlke), ortaklık faaliyetlerinde herhangi bir sıkıntının giderilememesi, ortaklık yetkilileriyle iletişimin sonuç vermemesi gibi durumlarda etkileşim düzeyinin ne biçimde artırılabilceğinin portföy yönetim ortaklığınca belirlenmesi önerilmektedir⁸⁹⁹. Söz konusu öneri portföy yönetim ortaklıklarının tıpkı İngiliz hukukunda olduğu gibi⁹⁰⁰ katılımcı pay sahipliği kapsamında kullanacakları araçların “şiddetini” artırabileceklerine işaret etmektedir. Nitekim SYİ’de etkileşimin artırılması konusunda değerlendirme ve önerilerini doğrudan ortaklık yetkililerine iletilmesi, genel kurul toplantılarında söz (konuşma) hakkının kullanılması⁹⁰¹, genel kurul toplantı gündemine madde ekletilmesi⁹⁰², ortaklık esas sözleşmesi imkân veriyorsa seçime uygun olarak bir veya daha fazla aday gösterilmesi⁹⁰³ veya genel kurulun toplantıya çağırılması⁹⁰⁴, genel kurul kararlarına karşı iptal davası⁹⁰⁵

⁸⁹⁸ SYİ, 1. İlke.

⁸⁹⁹ SYİ, 2. İlke.

⁹⁰⁰ Bkz. Üçüncü Bölüm, III, B, 2, a.

⁹⁰¹ Konuşma hakkının kullanılması hakkında bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, c, iv.

⁹⁰² Genel kurul gündemine madde konulması hakkında bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, c, vi.

⁹⁰³ Belirli grupların yönetim kurulunda temsil edilmesi hakkında bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, c, viii.

⁹⁰⁴ Genel kurulun toplantıya çağırılması hakkında bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, c, v.

⁹⁰⁵ SYİ’de butlanın tespiti davasına ve yokluğun tespiti davasına değinilmemiş, yalnızca iptal davası açılabilceği belirtilmiştir. Bu durum portföy yönetim ortaklıklarının, halka açık anonim ortaklıkların genel kurul kararlarının butlanının veya yokluğunun tespiti davalarını açmalarını engellemese de

açılması örnek olarak verilmiştir⁹⁰⁶. Bununla birlikte portföy yönetim ortaklığının yatırım yaptığı ortaklıkta azınlık pay sahibi olması hâlinde bilgi alma ve inceleme hakları⁹⁰⁷ başta olmak üzere azınlık haklarını etkin bir biçimde kullanacağı ifade edilmiştir⁹⁰⁸. Ancak bilgi alma ve inceleme hakkı bireysel bir hak niteliğindedir, bu yüzden söz konusu hakkı azınlık hakları içerisinde örnek olarak gösterilmesi uygun olmamıştır.

Ayrıca portföy yönetim ortaklıklarının ihraççısı temerrüde düşen borçlanma araçlarına ilişkin yeniden yapılandırma protokollerinin oluşturulması sürecine aktif olarak katılabileceği ve SPKn m. 31/A'da düzenlenen borçlanma aracı sahipleri kurulu (BASK) ve bu kurulun temsiline ilişkin hükümlerden faydalanabileceği belirtilmiştir⁹⁰⁹. SPKr borçlanma araçlarına yatırım yapan portföy yönetim ortaklıklarının da katılımcı faaliyetlerde bulunabileceğini belirterek, katılımcı pay sahipliğini borçlanma araçları sahiplerini de kapsayacak biçimde genişletmiştir⁹¹⁰.

iv- Diğer Yatırımcılar ve Paydaşlarla İş Birliği Yapılması

İlgili tüm paydaşlar ile iş birliği faaliyetlerinde (3. İlke), portföy yönetim ortaklıklarının yatırım yaptıkları ortaklıklar üzerindeki etkilerini artırmak ve yatırımcı hak ve menfaatlerinin korunması için tüm paydaşlarla iş birliği yapmaya açık olacağı ifade edilmiştir⁹¹¹. SYİ politikası içerisinde iş birliği faaliyetine ilişkin olarak, pay

kanaatimizce ikinci ilkede verilen örneklerde iptal davasının yanı sıra, butlanın tespiti davasına ve yokluğun tespiti davasına yer verilmesi daha uygun olurdu.

⁹⁰⁶ SYİ, 2. İlke.

⁹⁰⁷ Bilgi alma ve inceleme hakkının kullanılması hakkında bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, c, iii.

⁹⁰⁸ SYİ, 2. İlke.

⁹⁰⁹ SYİ, 2. İlke.

⁹¹⁰ AB, Alman, Avusturya ve İsviçre hukukunda yalnızca pay sahipliğinden kaynaklanan haklar esas alınmışken, İngiliz hukukunda portföyde yer alan varlıklardan doğan hakların kullanılmasına işaret edilmiştir (bkz. 2020 tarihli İngiliz Gözetim Kodu, 12. İlke). Dolayısıyla, SYİ'nin borçlanma araçları sahiplerini de kapsaması İngiliz hukukundaki düzenlemeyle paraleldir.

⁹¹¹ SYİ, 3. İlke. Diğer pay sahipleriyle iş birliği hakkında bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, d, iii.

sahipleriyle çalışılan uzun vadeli hedeflerin yanı sıra ileride iş birliğinin düşünülebileceği ve desteklenebileceği diğer konular da genel hatlarıyla belirtilmektedir⁹¹².

v- Oy Haklarının Kullanılması

Yönetilen portföylerdeki varlıklara ait oy haklarının kullanımında (4. İlke), ortaklık paylarına ve borçlanma araçlarına ilişkin oy haklarının kullanılacağı ve oy haklarının kullanımında gerekli özen ve titizliğin gösterileceği ifade edildikten sonra, oy hakkı kullanıma ilişkin esasların belirleneceği ve bu esaslara uygun olmayan konulara ilişkin olarak genel kurul toplantılarında ve borçlanma aracı sahipleri kurulu toplantılarında çekimser veya olumsuz oy kullanılabileceği ve muhalefet durumunun tutanağa şerh düşülebileceği belirtilmiştir⁹¹³.

SYİ'de oy hakkının kullanılmasıyla ilgili esaslarda, oy hakkı kullanımında oluşabilecek çıkar çatışmalarının önlenmesi veya yönetilmesine yönelik uygulanacak tedbirlere, oy hakkı kullanımında vekil tayin edilmesine, yönetilen portföylerdeki ortaklık paylarının ve borçlanma araçlarının hangi durumlarda ödünç alınıp verileceğine⁹¹⁴, ödünç vermenin oy verme faaliyetini nasıl etkileyebileceğine⁹¹⁵ yer verilmesi⁹¹⁶ örnek olarak gösterilmiştir. Ancak kanaatimizce oy hakkı kullanımındaki esasların ortaklık genel kurullarındaki önemli gündem maddeleri konusunda da belirlenmesi gerektiği SYİ'de

⁹¹² *Splinter*, § 134b Rn. 12; *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 11.

⁹¹³ SYİ, 4. İlke. Oy hakkının kullanılması hakkında bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, c, ii.

⁹¹⁴ Kolektif yatırım kuruluşları portföylerindeki sermaye piyasası araçlarının piyasa değerinin en fazla %50'si tutarındaki sermaye piyasası araçlarını ödünç verebilmektedirler (bkz. YatFonT m. 22/1; MenYatOT m. 28/1 ve 70/1). Ödünç verme işlemi yatırım ortaklıkları bakımından 90 iş günüyle sınırlandırılmışken, yatırım fonları bakımından herhangi bir azami süre öngörülmemiştir (bkz. YatFonT m. 22; MenYatOT m. 28/2 ve 70/2).

⁹¹⁵ Ortaklık genel kuruluna katılacaklar listesi, genel kurul gününden bir gün önce MKK tarafından hazırlanmaktadır (bkz. SPKn m. 30; Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ m. 20/2; TTK m. 417). Payın kolektif yatırım kuruluşunca ödünç verildiği hâllerde, ödünç verilen paylar genel kuruldan bir gün önce geri alınmamış olursa, genel kurula ödünç veren kolektif yatırım kuruluşu değil, ödünç alan kişi katılacak ve oy hakkını kullanacaktır (*Krebs*, § 134c Rn. 12; *Rieckers*, § 134c Rn. 23). Bu durum toplantı gündeminde önemli konuların bulunduğu hâllerde özellik arz etmektedir (*Rieckers*, § 134c Rn. 45).

⁹¹⁶ Ödünç alma ve verme işlemleri 2007/36 sayılı AB Direktifi m. 3h/2'de örnek olarak verilmemişken, Alman hukukunda (bkz. AktG § 134c/2) ve Avusturya hukukunda (bkz. BörseG § 187/1) örnek olarak gösterilmiştir.

örnek olarak verilmeliydi. Gerçekten de portföy yönetim ortaklıkları SYİ politikasında yatırım yaptıkları ortaklıkların özellikle ortaklık sermayesinin artırılması veya azaltılması gibi esas sözleşmenin değiştirilmesini gerektiren konularda, yöneticilere ödenecek ücretin belirlenmesi, ortaklık yönetim kurulu üyelerinin ibrası, seçilmesi ve görevden alınması, ortaklık kârının nasıl kullanılacağı gibi stratejik konularda ne şekilde oy kullanacaklarını, bu konulara yaklaşımlarıyla birlikte açıklamalıdır⁹¹⁷.

Nitekim SYİ'nin uygulama esasları bölümünde oy haklarının ne şekilde kullanıldığının raporlanacağı belirtilmiştir⁹¹⁸. Ancak portföy yönetim ortaklıkları genel olarak gündem maddeleriyle ilgili oy haklarını nasıl kullanmayı planladıklarını SYİ politikasında önceden açıklamalıdır ki yatırımcılar hem SYİ politikası ile oy kullanma raporu arasında bir kıyas yapabilsinler hem de portföy yönetim ortaklığının halka açık anonim ortaklıkların önemli gündem maddeleriyle ilgili ne yönde oy kullanmayı planladıklarını SYİ politikasında görerek yatırım kararı verebilsinler.

vi- Sürdürülebilir Değer Yaratılması Konusunda Çaba Gösterilmesi

Çevresel, sosyal, yönetim faktörlerinin⁹¹⁹ sorumlu yönetim politikasına dahil edilmesinde (5. İlke) ise portföy yönetim ortaklıklarının yatırım yaptıkları ortaklıkların uzun vadeli performansını ve sürdürülebilir değer yaratımını teşvik edeceği ve önemli çevresel, sosyal ve yönetim (ÇSY) faktörlerine ilişkin strateji belirleyeceği ifade edilmiştir. Bu kapsamda, portföy yönetim ortaklıklarının ortaklıkların iş modelinin, stratejisinin ve ÇSY faktörlerinin ortaklığın uzun vadeli performansına etkilerini izleyeceği, ortaklığın ÇSY uygulamalarına ilişkin açıklamalarının, ortaklığın sürdürülebilirlikle ilgili risklerinin değerlendirilmesi için yeterli olmadığının

⁹¹⁷ *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 6; *Splinter*, § 134b Rn. 6.

⁹¹⁸ SYİ, uygulama esasları, m. 4.

⁹¹⁹ Katılımcı pay sahipliğinin çevresel, sosyal ve yönetsel boyutu için bkz. İkinci Bölüm, III, B, 5, b.

değerlendirilmesi hâlinde ortaklığın ÇSY raporlamasının güçlendirilmesini teşvik edeceği belirtilmiştir⁹²⁰.

d- Kamuya Açıklanacak Bilgi ve Raporlar

i- Sorumlu Yönetim İlkeleri Politikası

Portföy yönetim ortaklıklarının yönetim kurulları, kurucusu oldukları menkul kıymet yatırım fonlarının yönetiminde SYİ politikası oluşturmak veya oluşturmamak konusunda serbesttir. Yönetim kurulu SYİ politikası oluşturmaya karar verirse konuya ilişkin alınan karar ve SYİ politikası kamuya açıklanmaktadır⁹²¹. Buna karşılık, yönetim kurulu SYİ politikası oluşturmamaya karar verirse, bu karar ve kararın gerekçeleri kamuya açıklanmaktadır⁹²². SYİ politikası oluşturmamaya ilişkin gerekçe açık, detaylı ve anlaşılır olmalıdır⁹²³. Portföy yönetim ortaklıkları sonradan SYİ politikası belirlemeye karar verirlerse, oluşturulan politika kamuya açıklanmaktadır⁹²⁴.

Portföy yönetim ortaklıkları SYİ politikalarında, pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimlerine nasıl katılmayı planladıklarını açıklamaktadırlar⁹²⁵. Diğer bir ifadeyle, SYİ politikası ortaklık yönetimine katılmanın temel ve önemli noktalarını içermektedir⁹²⁶. Bu kapsamda, SYİ'nin uygulanmasında benimsenecek yaklaşım ve yöntemler ile bu kapsamda yürütülecek faaliyetlere ilişkin potansiyel ve mevcut çıkar çatışmalarının yönetilmesine ilişkin esaslara yer verilmektedir⁹²⁷.

⁹²⁰ SYİ, 5. İlke.

⁹²¹ SYİ, uygulama esasları, m. 1 ve 5.

⁹²² SYİ, uygulama esasları, m. 1 ve 5.

⁹²³ *Rieckers*, § 134b Rn. 33; *Ruppel*, s. 242; *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 18.

⁹²⁴ SYİ, uygulama esasları, m. 6.

⁹²⁵ *Rieckers*, § 134b Rn. 9; *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 5.

⁹²⁶ *Splinter*, § 134b Rn. 3.

⁹²⁷ SYİ, uygulama esasları, m. 1.

Portföy yönetim ortaklıklarının, yatırım yaptıkları halka açık anonim ortaklıkların çıkarlarından veya kendisine yatırım yapan yatırımcıların çıkarlarından sapmasına neden olabilecek hukuki ilişkiler ve faaliyetler çıkar çatışmasının varlığına işaret etmektedir⁹²⁸. Bu durumda portföy yönetim ortaklıkları çeşitli şekillerde çıkar çatışmalarıyla karşılaşabilmektedir⁹²⁹. Portföy yönetim ortaklığının portföy işletmeciliği kapsamında pay sahibi olduğu halka açık anonim ortaklık ile portföy yönetim ortaklığının ortaklıklar topluluğu ilişkisi içerisinde üzerinde hakimiyet sağladığı bağlı ortaklığın çıkarları çatışabilir⁹³⁰. Portföy yönetim ortaklığının yatırım yaptığı halka açık anonim ortaklıkla aynı zamanda başka iş veya hizmet ilişkisi içerisinde olması⁹³¹ veya portföy yönetim ortaklığının bir çalışanının, yatırım yapılan halka açık anonim ortaklıkta yönetici konumunda bulunması⁹³² ya da portföy yönetim ortaklığının farklı yatırım stratejileriyle yönettiği fonların aynı halka açık anonim ortaklıkta pay sahibi olması⁹³³ çıkar çatışmalarına neden olabilmektedir.

Buna karşılık, portföy yönetim ortaklığının birbirine rakip iki halka açık ortaklığa yatırım yapmasının çıkar çatışmasına neden olmayacağı belirtilmektedir⁹³⁴. Zira portföy işletme faaliyeti portföy yönetim ortaklıklarının birçok ortaklığa yatırım yaparak pay sahibi olmasını gerektirmektedir. Bu yüzden portföy işletmeciliği faaliyeti kapsamında yatırım yapılan ortaklıklardan, diğer bir ifadeyle yatay bağlantılardan doğabilecek çıkar çatışmaları kapsam içerisinde kalmamaktadır⁹³⁵.

⁹²⁸ *Splinter*, § 134b Rn. 13.

⁹²⁹ Çıkar çatışmalarının kapsamı geniş yorumlanmalıdır (*Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 12).

⁹³⁰ *Splinter*, § 134b Rn. 13.

⁹³¹ *Splinter*, § 134b Rn. 13; *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 12; *Rieckers*, § 134b Rn. 18.

⁹³² *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 12; *Rieckers*, § 134b Rn. 18.

⁹³³ *Koch*, J., Aktiengesetz, § 134b Rn. 2.

⁹³⁴ *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 12; *Rieckers*, § 134b Rn. 19.

⁹³⁵ *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 12; *Rieckers*, § 134b Rn. 19.

Çıkar çatışmalarının yönetilmesi bakımından portföy yönetim ortaklıklarının çıkar çatışmasına neden olan veya olabilecek ortaklık bölümlerini (birimlerini, çalışanlarını) kendisinden tamamen ayırabileceği⁹³⁶ (örneğin ortaklığın bölünmesi, çalışanın görev ve yetkilerinin değiştirilmesi gibi) veya pay sahipliğinden kaynaklanan oy haklarının kullanılmasında bağımsız bir kişinin görevlendirilebileceği⁹³⁷ ifade edilmektedir.

Ayrıca SYİ politikasında değinilebilecek konuların bazıları, ilkelerin içerisinde⁹³⁸ ve ilkelere ilişkin uygulama esaslarında örneklerle gösterilmiştir⁹³⁹. Ancak SYİ politikasının içeriği bunlarla da sınırlı değildir. Örneğin, portföy yönetim ortaklığı etkileşim faaliyetlerinde basın kampanyalarıyla kamuoyu baskısı oluşturmayı veya ortaklık yöneticileriyle ve diğer paydaşlarla ne şekilde görüşmeyi planladığını SYİ politikasında belirtebilir⁹⁴⁰. Bu noktada portföy yönetim ortaklığı SYİ politikasını hazırlarken yatırımcıların ileriye yönelik yatırım kararlarında önemli olabileceğini takdir ettiği konulara dikkat etmelidir⁹⁴¹. SYİ politikasının açıklanmasında genel ifadeler yeterli olmakta, detaylı bir açıklama beklenmemektedir⁹⁴².

ii- Sorumlu Yönetim İlkeleri Politikasının Uygulanmasına İlişkin Rapor

SYİ politikası belirlendikten sonra, politikada belirlenen esasların ne şekilde uygulandığı SPKkr tarafından standardı belirlenen yıllık raporlarla kamuya

⁹³⁶ *Splinter*, § 134b Rn. 13; *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 12; *Rieckers*, § 134b Rn. 20.

⁹³⁷ *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 12; *Rieckers*, § 134b Rn. 20.

⁹³⁸ SYİ, 5. İlke.

⁹³⁹ SYİ, 2. İlke, 2. uygulama önerisi ve 4. İlke, 1. uygulama önerisi.

⁹⁴⁰ *Splinter*, § 134b Rn. 5; *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 29-31. Kamuoyu baskısı hakkında bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, d, ii.

⁹⁴¹ *Rieckers*, § 134b Rn. 9.

⁹⁴² *Koch*, J., Aktiengesetz, § 134b Rn. 2.

açıklanmaktadır⁹⁴³. SYİ politikası soyut ve geleceğe yönelikken, SYİ politikasının uygulanmasına ilişkin rapor somut ve geçmişe yöneliktir⁹⁴⁴.

SYİ Rehberi'nin ekinde sorumlu yönetim ilkeleri politikasının uygulanmasına ilişkin bir rapor örneği bulunmaktadır⁹⁴⁵. Örneğe göre söz konusu rapor, portföy yönetim ortaklığını tanıtan bilgilerin, portföy yönetim hedeflerinin, portföy yönetim faaliyetine ilişkin stratejilerin ve teftiş biriminin beyanının⁹⁴⁶ yer aldığı giriş kısmı ile SYİ politikasının, politikanın nasıl uygulandığının, politika metni ile uygulamaların uyumuna ve politika metninde belirtilen hedeflere ne ölçüde ulaşıldığına ilişkin değerlendirmelerin paylaşıldığı ilkeler kısmından oluşmaktadır. İlkeler kısmında her ilke için ayrı ayrı ilke hakkındaki politikaya, politikanın nasıl uygulandığına ilişkin bilgiye ve bunlara ilişkin değerlendirmelere yer verilmektedir⁹⁴⁷.

iii- Oy Haklarının Kullanılmasına İlişkin Bilgi

Portföy yönetim ortaklığı, fon portföylerindeki varlıklardan kaynaklanan oy haklarını ne şekilde kullandığını kamuya açıklamaktadır. Bu açıklama, asgari olarak, oy haklarının kullanımına ilişkin genel bilgi, önemli nitelikte sayılan işlemlere yönelik oy haklarının ne şekilde kullanıldığı, varsa, oy haklarının kullanımı için verilen vekâlet ile oy haklarının kullanımına ilişkin sorumlu yönetim politikasında belirlenen ilkeler ile uyumlu olmayan oy hakkı kullanımı konularındaki açıklamaları içermelidir⁹⁴⁸.

⁹⁴³ SYİ, uygulama esasları, m. 3 ve 5.

⁹⁴⁴ *Splinter*, § 134b Rn. 14; *Krebs*, § 134b Rn. 3; *Rieckers*, § 134b Rn. 22.

⁹⁴⁵ Bkz. SYİ Rehberi, s. 9.

⁹⁴⁶ Portföy yönetim ortaklığının teftiş birimi, uygulama raporunda yer verilen bilgi ve açıklamaları inceleyerek bunların tutarlılığı, gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmadığı, hata ve/veya eksiklik içerip içermediği hakkında beyan hazırlamaktadır (bkz. SYİ Rehberi, s. 7-8). Portföy yönetim ortaklığına bağlı ve ortaklığın yönetim kuruluna karşı sorumlu olduğu belirtilen (bkz. PortYönŞT m. 13/3) teftiş birimince hazırlanacak olan beyanın tarafsız ve bağımsız bir şekilde hazırlanıp hazırlanamayacağının sorgulanacağı kanaatindeyiz.

⁹⁴⁷ Bkz. SYİ Rehberi, s. 9-15.

⁹⁴⁸ SYİ, uygulama esasları, m. 4.

Oy hakkına ilişkin genel bilgilerden kast edilen oy kullanılan ortaklık (ortaklık sayısı ve ortaklıkların ticaret unvanı) ve kullanılan oyun niteliği (kabul, ret veya çekimser) hakkında genel bilgidir. Bu bilgiler bir tablo içerisinde bir arada sunulabilmektedir⁹⁴⁹. Ancak belirtmek gerekir ki genel kurul toplantılarına ilişkin her gündem maddesiyle ilgili açıklama yapılması gerekmemektedir. Nitekim SYİ’de asgari olarak SPK’r düzenlemeleri uyarınca önemli nitelikte sayılan işlemlere⁹⁵⁰ yönelik oy haklarının ne şekilde kullanıldığının açıklanması gerektiği ifade edilmiş⁹⁵¹, önemli nitelikte sayılmayan diğer konularda kullanılan oyların açıklanıp açıklanmayacağı portföy yönetim ortaklığının takdirine bırakılmıştır.

Oy haklarının kullanılmasına ilişkin bilginin SYİ politikasının uygulanmasına ilişkin rapordan ayrı olarak açıklanması kanaatimizce uygun olmamıştır. Zira oy haklarının kullanılmasına ilişkin bilgilendirme SYİ politikasının uygulanmasına ilişkin rapor içerisinde zaten yapılmaktadır. Gerçekten de SYİ’nin 4. İlkesi oy haklarının kullanılmasına ilişkindir ve SYİ Rehberi’nde paylaşılan örnek uygulama raporunda, asgari olarak “birleşme/bölünme/devralma, II-23.3 sayılı Tebliğ’de belirtilen işlemler, II-31/A.1 sayılı Tebliğ’de belirtilen tertip BASK ve/veya genel BASK, TTK 408’inci maddesi kapsamında genel kurulun görev ve yetkileri, ödünç verilen kıymetlerin oylamaya çağrılacağı durumlar, ÇSY faaliyetlerine etki edebilecek konulardaki oylamalar, SYİ politikasında belirlenen esaslarla uyumlu olmadığı değerlendirilen konular ve benzeri konular hakkında” ne yönde oy kullanıldığının açıklanması önerilmiştir. Bu yüzden oy hakkının kullanılmasına ilişkin aynı bilginin mükerrer paylaşılması gerektiği kanaatindeyiz.

⁹⁴⁹ Rieckers, § 134b Rn. 25 ve 28; Arnold, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 16.

⁹⁵⁰ Bkz. SPKn m. 23 ve Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 4.

⁹⁵¹ SYİ, uygulama esasları, m. 4.

Ayrıca portföy yönetim ortaklıklarının, örnek uygulama raporunda belirtilen asgari konular dışında hangi konularda oy haklarını kullandıklarını açıklayabileceklerine değinmek gerekmektedir. Gerçekten de portföy yönetim ortaklığı örnek uygulama raporunda belirtilmeyen bazı işlemleri (konuları) ortaklığın kurumsal yönetimi ve gelişimi açısından önemli olarak nitelendirebilir ve bu konularda kullandığı oyları açıklamak isteyebilir⁹⁵². Nitekim AB, Alman ve Avusturya hukukunda gündem maddesinin konusuna ve ortaklıkta sahip olunan pay miktarına göre önemsiz olmadıkça her oylamanın açıklanacağı belirtilmiştir (2007/36 sayılı AB Direktifi m. 3g/1-b, AktG § 134b/3 ve BörseG § 185/1-2).

Örneğin, toplantı gündemiyle ilgili olarak toplantı başkanının seçilmesi gibi usuli konularda kullanılan oyların açıklanmasının yararı bulunmamaktadır⁹⁵³. Ancak toplantı başkanının görevden alınması veya toplantının ertelenmesi gibi önemli sayılabilecek usuli konularda kullanılan oyların açıklanması gerekmektedir⁹⁵⁴. Ortaklıkta sahip olunan pay miktarı da portföy yönetim ortaklıklarının açıklayacakları oyların tespitinde belirleyici olabilmektedir⁹⁵⁵. Pay miktarı bakımından, portföy yönetim ortaklıkları sahip oldukları payı toplam portföy değerine⁹⁵⁶ ve toplam oy hakkına⁹⁵⁷ göre oranlayarak kullandıkları oyları açıklayıp açıklamayacaklarını takdir edeceklerdir. Portföy yönetim ortaklıkları söz konusu oranlar karşısında kullandıkları oyların sonuca etkili olmadığını

⁹⁵² Rieckers, § 134b Rn. 26.

⁹⁵³ Rieckers, § 134b Rn. 30.

⁹⁵⁴ Arnold, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 17; Rieckers, § 134b Rn. 30; Brellocks, Michael: *Institutionelle Investoren (ETF-Fonds, Versicherungen, Pensionskassen) im Gesellschaftsund Kapitalmarktrecht*, ZHR 2-3/2021, s. 344.

⁹⁵⁵ Arnold, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 17; Rieckers, § 134b Rn. 31; Splinter, § 134b Rn. 17.

⁹⁵⁶ Toplam portföy değeriyle oranlamada kast edilen, yatırım yapılan ortaklıkta sahip olunan payların değerinin portföy yönetim ortaklığının toplam portföy değerine bölünmesidir (Ruppel, s. 241).

⁹⁵⁷ Toplam oy hakkıyla oranlamada kastedilen ise, yatırım yapılan ortaklıkta sahip olunan payların verdiği oy hakkının yatırım yapılan ortaklıktaki toplam oy hakkına bölünmesidir (Ruppel, s. 241). Oy hakkına ilişkin oranlama önemlidir. Zira yalnızca toplam portföy değeri üzerinden bir kıyaslama yapmak yeterli olmayabilir. Örneğin portföy yönetim ortaklığının portföyünün %1'ini oluşturan bir yatırım, toplam portföy değeri içerisinde küçük gözükebilir, ancak yatırım yapılan ortaklığın sermayesiyle ve ortaklıktaki toplam oy hakkıyla kıyasladığımızda %1'den daha fazla oranda oy hakkı taniyabilir (Ruppel, s. 241; Zetzsche, Asset Manager und Asset Owner, s. 646).

değerlendiriyorlarsa, bunlara ilişkin oyların da açıklanamayabileceği ifade edilmektedir⁹⁵⁸. Ancak eklemek gerekir ki portföy yönetim ortaklıkları yatırım yaptıkları ortaklıklarda düşük oranda paya sahip olsalar da ortaklık için önemli olduklarını düşündükleri konularda genel kurul kararına karşı iptal davası açmak için olumsuz oy kullanmışlarsa (TTK m. 446/1-a), olumsuz oyu ve gerekçesini açıklamaları yararlı olacaktır. Bununla birlikte örnek uygulama raporunda belirtilen asgari konularda kullanılan oyların, ortaklıkta sahip olunan pay miktarından bağımsız olarak, her zaman açıklanması gerektiği kanaatindeyiz.

iv- Kolektif Portföy Yönetimi Hizmeti Alınmasında Yönetici Portföy Yönetim Ortaklığının Hazırlayacağı Rapor

Yatırım fonunun yöneticisinin farklı bir portföy yönetim ortaklığı olması hâlinde, yönetici ortaklık tarafından sorumlu yönetim ilkeleri politikasına uyuma ilişkin olarak kurucu portföy yönetim ortaklığına yapılacak raporlamaya ilişkin esaslara portföy yönetim sözleşmesinde yer verilecektir⁹⁵⁹. Söz konusu rapor, kurucu ortaklığın yönetici ortaklığın faaliyetlerini incelemesine imkân tanımaktadır⁹⁶⁰. Kanaatimizce, kolektif portföy yöneticiliği hizmeti alınması durumunda yapılacak olan raporlamaya ilişkin bu düzenleme üç yönüyle eksik kalmıştır.

İlk olarak, ilgili maddede yönetici portföy yönetim ortaklığının kurucuya yapacağı raporlamaya değinilmiş, ancak kurucunun kolektif portföy yöneticiliği hizmetiyle ilgili yapması gereken raporlamaya değinilmemiştir. Bu durumdan, kurucu ortaklığın kolektif portföy yönetimi hizmeti aldığı hâllerde SYİ kapsamında raporlama yapmayacağı gibi bir anlam çıkarılmaktadır. Ancak kurucunun raporlama yükümlülüğü sona ermemektedir. Örneğin Alman hukukunda kurucu ortaklık, yönetici ortaklığın, yatırım stratejisini ve

⁹⁵⁸ *Rieckers*, § 134b Rn. 31; *Splinter*, § 134b Rn. 16 ve 17.

⁹⁵⁹ SYİ, uygulama esasları, m. 2.

⁹⁶⁰ *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134c Rn. 20.

yatırım kararlarını kurucu ortaklığın yükümlülükleriyle nasıl uyumlu hâle getirdiğini raporlamaktadır (AktG § 134c/2). Bu kapsamda yapılacak raporlamada özellikle yönetici ortaklığın pay sahibi olunan halka açık anonim ortaklıkların orta ve uzun vadeli gelişimini nasıl dikkate alacağını, yönetici ortaklığın pay sahipliğinden kaynaklanan hakları kullanarak halka açık anonim ortaklıkların yönetimine nasıl katılacağını, yönetici ortaklığın performansının değerlendirilmesinde ve ücretinin belirlenmesinde hangi metodun izleneceğini, kurucu tarafından belirlenen portföy devir hızının⁹⁶¹ ve devir maliyetinin (işlem maliyetinin) nasıl takip edileceğini, kurucu ve yönetici arasındaki sözleşmenin süresinin⁹⁶² kurucu tarafından raporlanması beklenmektedir (AktG § 134c/2⁹⁶³). Bu açıklamalar sayesinde yatırımcılar kurucu portföy yönetim ortaklığının SYİ politikası ile yönetici portföy yönetim ortaklığının faaliyetleri arasında uyum olup olmadığını takip edebileceklerdir⁹⁶⁴. Bu durum, kurucu ortaklığın yatırım fonuna yatırım yapan yatırımcıların korunmasına hizmet etmektedir⁹⁶⁵.

İkinci eksiklik, yönetici portföy yönetim ortaklığının kurucu portföy yönetim ortaklığına yapacağı raporlamanın içeriğine ilişkin örneklerin verilmemesidir. Kanaatimizce, söz konusu raporlamanın neleri kapsayabileceği uygulama önerileriyle gösterilebilirdi⁹⁶⁶. Böylelikle yönetici ortaklığa raporun içeriği hakkında bir ışık tutulmuş olur ve uygulamaya yönelik standartların oluşturulması sağlanırdı.

Üçüncü eksiklik, yönetici portföy yönetim ortaklığının kurucu portföy yönetim ortaklığına yapacağı raporlamanın kamuya açıklanıp açıklanmayacağını

⁹⁶¹ Portföy devir hızının yüksek olması tutarsız ve kaotik bir yatırım stratejisi izlendiğini; düşük olması ise pasif bir yatırım stratejisi izlendiğini ve risk yönetimine dikkat edilmediğini göstermektedir (*Krebs*, § 134c Rn. 14).

⁹⁶² Taraflar arasındaki sözleşmenin tamamının açıklanmasına gerek yoktur (*Kalss*, Aktiengesetz, § 134c Rn. 31).

⁹⁶³ Benzer yönde bkz. BörseG § 186/2; 2007/36 sayılı AB Direktifi m. 3h/2.

⁹⁶⁴ *Kalss*, Aktiengesetz, § 134c Rn. 28.

⁹⁶⁵ *Rieckers*, § 134c Rn. 7.

⁹⁶⁶ Örnek için bkz. AktG § 134c/4; BörseG § 187/1 ve 2007/36 sayılı AB Direktifi m. 3i/1.

düzenlenmemiş olmasıdır. SYİ’de yönetici ortaklığın kurucu ortaklığa yapacağı raporlamaya ilişkin esaslara portföy yönetim sözleşmesinde yer verileceği belirtilerek söz konusu raporun kamuya açıklanıp açıklanmayacağı tarafların takdirine bırakılmıştır. Ancak kanaatimizce söz konusu raporun kurucu ve/veya yönetici portföy yönetim ortaklığı tarafından kamuya açıklanmasının düzenlenmesi gerekmektedir⁹⁶⁷.

e- Kamuya Açıklanacak Bilgi ve Raporların Yayımlanacağı Yer ve Süreler

Portföy yönetim ortaklıkları SYİ politikalarını veya politika belirlenmemesi konusunda alınan yönetim kurulu kararlarını en geç 31.12.2024 tarihi itibarıyla portföy yönetim ortaklığının ve kurucusu olduğu fonun KAP sayfasında kamuya açıklamaları gerekmektedir⁹⁶⁸. Buna karşılık, portföy yönetim ortaklıklarının SYİ politikalarında değişiklik olduğu takdirde bu değişikliğin ne zaman kamuya açıklanacağı belirtilmemiştir. Şöyle ki SYİ politikası belirlememe yönünde karar alan portföy yönetim ortaklıklarının takip eden dönemlerde politika belirlenmesine karar vermeleri hâlinde oluşturdukları SYİ politikalarını en geç ilgili hesap dönemi sonuna kadar kamuya açıklayacakları⁹⁶⁹ ifade edilmiş, ancak mevcut SYİ politikasında değişiklik yapan portföy yönetim ortaklıklarının söz konusu değişikliği ne zaman açıklayacakları gösterilmemiştir.

Örneğin, Alman hukukunda SYİ politikasının yer aldığı internet sayfasındaki bilgiler yılda en az bir kere güncellenmektedir (AktG § 134b/5). Bu durumda SYİ politikasında yıl içinde değişiklik olması hâlinde güncelleme birden fazla kez yapılabilir⁹⁷⁰. Kanaatimizce SYİ’de de Alman hukukuna benzer bir yöntem tercih edilerek portföy yönetim ortaklıklarının SYİ politikasındaki değişiklikleri zamanında

⁹⁶⁷ Örnek için bkz. AktG § 134c/4; BörseG § 187/2 ve 2007/36 sayılı AB Direktifi m. 3i/2.

⁹⁶⁸ SYİ, uygulama esasları, m. 5 ve 6. Nitekim uygulamada portföy yönetim ortaklıkları politikalarını belirleyip açıklamışlardır. Örnek için bkz. <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1370322>, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1370437>, SYİ politikası belirlememe yönünde karar alan portföy yönetim ortaklıkları da bulunmaktadır. Örnek için bkz. <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1370697>, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1370651>.

⁹⁶⁹ SYİ, uygulama esasları, m. 6.

⁹⁷⁰ *Rieckers*, § 134b Rn. 36; *Splinter*, § 134b Rn. 19.

yatırımcıya duyurması yararlı olurdu. Keza Kurumsal Yönetim Tebliği'nde ortaklık yönetim kurullarının KYİ açıklamalarında dönem içerisinde önemli bir değişiklik olması durumunda, ilgili değişikliğe ara dönem faaliyet raporlarında yer verileceği belirtilmiştir (KYT m. 8/1).

SYİ politikasına ilişkin uygulama raporları bakımından, ilk raporlamanın 2025 yılındaki uygulamaları içerecek şekilde en geç 02.03.2026 tarihi itibarıyla portföy yönetim ortaklığının ve kurucusu olduğu fonun KAP sayfasında kamuya açıklanacağı ifade edilmiştir⁹⁷¹. 2026 yılı ve sonraki yıllara ait uygulama raporlarının ise her hesap dönemini takip eden altmış gün içerisinde portföy yönetim ortaklığının ve kurucusu olduğu fonun KAP sayfasında kamuya açıklanacağı belirtilmiştir⁹⁷².

Oy haklarının kullanılma şekline ilişkin bilgilendirme bakımından, söz konusu bilgilerin portföy yönetim ortaklığının KAP sayfasında ve resmî internet sitesinde toplu olarak yılda bir defa kamuya açıklanacağı belirtilmiştir⁹⁷³. Kanaatimizce oy haklarının kullanımına ilişkin bilgilerin, tıpkı SYİ politikasında ve SYİ politikasına ilişkin uygulama raporunda olduğu gibi fonun KAP sayfasında da açıklanacağı kabul edilmeliydi. Ayrıca oy haklarının kullanıma ilişkin bilgilendirmenin yapılacağı azami süre tıpkı SYİ politikasına ilişkin uygulama raporunda olduğu gibi her hesap dönemini takip eden altmış gün içerisinde olacak şekilde belirtilmeliydi. Aksi hâlde fon yatırımcıları için, SYİ politikası uygulama raporu ile oy haklarının kullanımına ilişkin bilgileri birlikte inceleyememe ve kıyaslayamama riski oluşmaktadır.

Portföy yönetim ortaklığının ve fonun KAP sayfasında ve resmî internet sitesinde duyurulacak bilgi ve raporların ne kadar süreyle erişime açık kalacağı SYİ'de belirtilmemiştir. Örneğin, Alman hukukunda söz konusu raporların en az üç yıl internet

⁹⁷¹ SYİ, uygulama esasları, m. 6.

⁹⁷² SYİ, uygulama esasları, m. 3 ve 6.

⁹⁷³ SYİ, uygulama esasları, m. 4.

sitesinde kalacağı ifade edilmiştir (AktG § 134b/5). Raporlara asgari bir süreyle erişim imkânı tanınması yatırımcıların geçmiş raporları incelemesini ve karşılaştırmasını, portföy yönetim ortaklıklarının bürokratik işlemlerden belirli bir süre sonrasında muaf olmasını ve uygulamada standartlaşmayı sağlayacağı⁹⁷⁴ için kanaatimizce söz konusu bilgi ve raporlara erişilmesinde asgari bir sürenin belirlenmesi yararlı olurdu. Keza KYİ’de ortaklığın internet sitesinde en az son beş yıllık bilgilere yer verileceği kabul edilmiştir (KYİ 2.1.1). Benzer şekilde yatırım fonlarının finansal raporlarının kamuya açıklandıktan sonra, kurucunun internet sitesinde, en az beş yıl süreyle erişime açık tutulacağı belirtilmiştir (YatFRT m. 13/1).

Son olarak, yatırım fonlarında kurucu portföy yönetim ortaklığının kolektif portföy yönetimi hizmeti alması durumunda kurucu ortaklığın kamuya açıklayacağı rapora SYİ’de değinilmediği için⁹⁷⁵, söz konusu raporun nerede ve ne zaman açıklanacağı konusu da eksik kalmaktadır. Örneğin, Alman hukukunda kurucu ortaklığın kolektif portföy yönetimi hizmeti almasına ilişkin raporlamayı internet sitesinde en az üç yıl boyunca yayımlayacağı ve her yıl bu raporları güncelleyeceği belirtilmiştir. Bununla birlikte söz konusu raporlamanın yönetici portföy yönetim ortaklığının internet sitesinde de açıklanabileceği kabul edilmiş ve bu durum için kurucunun internet sitesinde raporun yayımlandığı internet sitesine ilişkin bilginin verilmesi yeterli görülmüştür (AktG § 134c/3⁹⁷⁶).

f- Sorumlu Yönetim İlkeleri’nde Belirtilen Yükümlülüklerle Aykırılığın Sonuçları

SYİ, SPKr Karar Organı’nın kararıyla düzenlendiği için, SYİ’de belirtilen yükümlülüklerle uyulmaması SPKr kararlarına aykırılık teşkil edecektir. Kurul kararına

⁹⁷⁴ Rieckers, § 134b Rn. 35.

⁹⁷⁵ Bkz. Üçüncü Bölüm, III, C, 2, d, iv.

⁹⁷⁶ Benzer yönde bkz. BörseG § 186/3; 2007/36 sayılı AB Direktifi m. 3h/3.

aykırı davranışlar SPKı tarafından idari para cezasıyla cezalandırılmaktadır⁹⁷⁷ (SPKn m. 103/1). SYİ'ye aykırı davranışların idari para cezası ile cezalandırılması Alman ve Avusturya hukukundaki düzenlemelerle uyumludur. Gerçekten de söz konusu bilgi ve raporların açıklanmasında kanunda belirtilen kurallara uyulmaması hâlinde Alman ve Avusturya hukukunda yirmi beş bin Euro'ya kadar idari para cezası verilmektedir (AktG § 405/2a-8 ve § 405/4; BörseG § 189/I-6, 7 ve 8).

Örneğin, SYİ'nin kapsamında bulunan menkul kıymet yatırım fonlarının kurucusu olan portföy yönetim ortaklıklarının kendileri için belirlenen sürede SYİ politikası oluşturma veya oluşturmama kararı almaları gerekmektedir. Sonrasında ise söz konusu kararların -SYİ politikasıyla veya SYİ politikası oluşturmamaya ilişkin gerekçeyle birlikte- portföy yönetim ortaklığının ve fonların KAP sayfasında kamuya duyurulması gerekmektedir⁹⁷⁸. Eğer portföy yönetim ortaklıkları bu yükümlülüklerini yerine getirmezlerse, SPKı kararına aykırı hareket etmiş olacaklar ve SPKn m. 103'de belirtilen idari para cezası yaptırımıyla cezalandırılacaklardır.

İdari para cezası, SYİ politikası ve ilgili raporların SYİ'de belirtilen yerde ve sürede kamuya açıklanmasına yönelik yükümlülüklerin yerine getirilmemesiyle ilgili olup, yayımlanan bilgi ve raporların içeriğinin doğru olup olmadığıyla ilgili değildir⁹⁷⁹. Bununla birlikte kamuya yapılan açıklamaların yetersiz veya belirsiz olması hâlinde kolektif yatırım kuruluşlarının kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmemiş olacakları ve bu yüzden idari para cezasıyla cezalandırılacakları ifade edilmektedir⁹⁸⁰.

Ayrıca öğretide portföy yönetim ortaklıklarının SYİ'den kaynaklanan kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini gereği gibi yerine getirmemelerinin, fon yatırımcılarına

⁹⁷⁷ KYİ'ye aykırılığın sonuçlarıyla karşılaştırmak için bkz. KYT m. 7.

⁹⁷⁸ SYİ, uygulama esasları, m. 1 ve 5.

⁹⁷⁹ *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 21; *Rieckers*, § 134b Rn. 41.

⁹⁸⁰ *Kalss*, Aktiengesetz, § 134b Rn. 40.

karşı hukuki bir sorumluluğa (tazminat sorumluluğuna) neden olmayacağı belirtilmektedir. Zira portföy yönetim ortaklıklarının eksik veya yanlış açıklamaları ile yatırımcıların yatırım kararı arasındaki nedensellik bağının kanıtlanması pratik olarak mümkün değildir⁹⁸¹.

⁹⁸¹ *Rieckers*, § 134b Rn. 42; *Arnold*, Münchener Kommentar, § 134b Rn. 23; *Splinter*, § 134b Rn. 20; *Koch*, J., Aktiengesetz, § 134b Rn. 6; *Krebs*, § 134b Rn. 10.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARININ PAY SAHİBİ OLDUKLARI HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN YÖNETİMİNE KATILMASINDA HUKUKİ SINIRLAR

I. GİRİŞ

Kolektif yatırım kuruluşlarının hukuken düzenlenen ve düzenlenmeyen araçları kullanarak halka açık anonim ortaklıkların yönetiminde, sahip oldukları sınırlı pay ve oy hakkının ötesinde bir etki yaratmaya çalışmaları ticaret hukukunda ve sermaye piyasası hukukunda geçerli olan bazı kuralları ve ilkeleri ihlal edebilecek niteliktedir. Diğer bir ifadeyle, ticaret hukukundaki ve sermaye piyasası hukukundaki birtakım kurallar ve ilkeler katılımcı pay sahipliğinin uygulanmasında hukuki bir sınır oluşturmaktadır. Bu bölümde, kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmasını sağlamayı amaçlayan kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin (Türk hukukunda Sorumlu Yönetim İlkeleri'nin) uygulanmasında karşılaşılabilecek hukuki sınırlar ve engeller ele alınarak, bunların katılımcı pay sahipliğinde kullanılan araçlar ve ilgili düzenlemeler üzerindeki etkileri incelenecektir.

II. HAKKIN KÖTÜYE KULLANILMASI YASAĞI

A- Giriş

Kişiler kural olarak kendilerine tanınan hakları diledikleri gibi kullanabilmektedirler. Ancak hukuktaki bu şekilci yaklaşımı yumuşatmak için hakkın kötüye kullanılması yasağı (*prohibition of abuse of rights/Rechtsmissbrauchsverbot*) kavramı doğmuştur. Gerçekten de hakların sosyal bir amacı ve işlevi bulunmaktadır. Kişiler haklarını kullanırken kanun tarafından çizilen sınırlar içinde kalmanın yanı sıra

hakkın amacını ihlal etmemeye de dikkat etmelidirler⁹⁸². Nitekim bu husus TMK m. 2/2’de “*Bir hakkın açıkça kötüye kullanılmasını hukuk düzeni korumaz*” biçiminde genel ve soyut olarak ifade edilmiştir. Anılan hükme göre kişi hakkını açıkça doğruluk ve güven ilkesine aykırı olarak kullanırsa hukuken korunmayacaktır⁹⁸³.

Hakkın kötüye kullanılması yasağı anonim ortaklıklarda pay sahipliği haklarının kullanılması bakımından da geçerlidir⁹⁸⁴. Pay sahipleri haklarını kötüye kullanacak davranışlardan kaçınmalıdırlar⁹⁸⁵. Aksi hâlde pay sahiplerinin talepleri reddedilmektedir⁹⁸⁶. Ancak eklemek gerekir ki pay sahiplerinin talepleri hakkın kötüye kullanılması nedeniyle reddedildiğinde ve buna karşı bir dava açıldığında yönetim kurulu, pay sahiplerinin söz konusu hakkı kullanırken güttükleri saikleri ve bu saiklerin hakkın amacıyla neden örtüşmediğini açıklamakla ve ispat etmekle yükümlüdür. Pay sahiplerinin haklarını kötüye kullandıklarını ispat etmek kolay olmadığı için⁹⁸⁷ pay sahiplerinin taleplerinin hakkın kötüye kullanıldığı gerekçesiyle reddedilmesi zorlaşmaktadır⁹⁸⁸.

Hakkın kötüye kullanılması yasağı öğretide ve mahkeme içtihatlarında genellikle çoğunluk pay sahipleri bakımından ele alınıyor olsa da kolektif yatırım kuruluşları gibi ortaklıkta azınlık konumundaki diğer pay sahiplerinin davranışları da hakkın kötüye kullanılmasına neden olabilmektedir⁹⁸⁹. Hakkın kötüye kullanılıp kullanılmadığının tespitinde her somut olay kendi içerisindeki koşullar (örneğin tarafların çıkarları, pay

⁹⁸² *Edis*, s. 324.

⁹⁸³ *Edis*, s. 327.

⁹⁸⁴ *Bunz*, s. 1051; *Albath*, s. 179; *Jutzi*, Thomas: *Mehrheitenschutz – oder wie steht es um den Minderheitsmissbrauch im Aktienrecht?*, Entwicklungen im Gesellschaftsrecht XI (Hrsg. Kunz, Peter/Jörg, Florian/Arter, Oliver), Bern: Stämpfli Verlag AG, 2016, s. 56.

⁹⁸⁵ *Albath*, s. 179.

⁹⁸⁶ *Albath*, s. 179-180.

⁹⁸⁷ *Arnold*, Beteiligung von Investmentgesellschaften, s. 303.

⁹⁸⁸ *Thaeter/Guski*, s. 303.

⁹⁸⁹ *Jutzi*, Mehrheitenschutz, s. 56-57.

sahiplerinin amaçları ve saikleri) dikkate alınarak objektif bir yaklaşımla değerlendirilmektedir⁹⁹⁰.

Pay sahipliği haklarını öngörölme amaçlarını aşarak kullanmak suretiyle halka açık anonim ortaklıkların yönetiminde etkili olmak, kolektif yatırım kuruluşları için cazip gözükebilmektedir⁹⁹¹. Ancak hakkın kötüye kullanılması yasağı kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahipliği haklarını kullanmalarında hukuki bir sınır oluşturmaktadır⁹⁹². Kolektif yatırım kuruluşları pay sahipliği haklarını kanuni sınırlar içerisinde ve hakkın amacına uygun olarak kullandıklarında hakkın kötüye kullanılması söz konusu olmayacak⁹⁹³, buna karşılık pay sahipliği haklarının ilgisiz, aşırı, keyfi veya orantısız bir biçimde, diğer bir ifadeyle hakkın işlevine aykırı bir şekilde kullanılması durumunda hakkın kötüye kullanılması gündeme gelecektir⁹⁹⁴. Bu başlık altında, kolektif yatırım kuruluşlarınca kullanılan pay sahipliği haklarının hangi hâllerde hakkın kötüye kullanılması yasağı kapsamında kalabileceği açıklanarak, kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmasındaki hukuki sınırlar ortaya konacaktır.

B- Bilgi Alma ve İnceleme Hakkında

Kolektif yatırım kuruluşları pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılırken bilgi alma ve inceleme hakkından yararlanabilmektedirler⁹⁹⁵.

⁹⁹⁰ *Albath*, s. 180; *Thaeter/Guski*, s. 303; *Jutzi*, Mehrheitenschutz, s. 56.

⁹⁹¹ *Brückner*, Patrick: *Aktivistische Aktionäre Leitbildgedanken zum Aktionär, rechtliche Beschränkungen aktivistischen Aktionärsverhaltens und Reaktionsmöglichkeiten*, Berlin: Duncker & Humblot GmbH, 2023, s. 78.

⁹⁹² *Arnold*, Beteiligung von Investmentgesellschaften, s. 300; *Graßl/Nikoleyczik*, s. 54; *Thaeter/Guski*, s. 303.

⁹⁹³ *Link*, s. 924; *Schockenhoff/Culmann*, s. 307.

⁹⁹⁴ *Link*, s. 924; *Schockenhoff/Culmann*, s. 307; *Thaeter/Guski*, s. 302-303.

⁹⁹⁵ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, c, iii.

Kolektif yatırım kuruluşları bilgi alma ve inceleme hakkını kullanırken hakkın kötüye kullanılması yasağına ilişkin kurala uymak zorundadırlar⁹⁹⁶.

Bilgi alma ve inceleme hakkının amacı, edinilen bilgiler sayesinde pay sahipliği haklarının daha bilinçli kullanılmasını sağlamaktır⁹⁹⁷. Bu yüzden kolektif yatırım kuruluşları bilgi alma ve inceleme hakkını bu amaca uygun biçimde kullanmalıdırlar. Buna karşılık söz konusu hak ortaklıkla rekabet, ortaklığa zarar verme veya yönetim kurulunu istikrarsızlaştırma gibi normun oluşturulma amacı dışında bir amaç için kullanılıyorsa hakkın konuluş amacına aykırı bir talep var demektir⁹⁹⁸. Bu kapsamda kolektif yatırım kuruluşunun pay sahibi sıfatıyla sürekli soru sorarak genel kurul toplantısını meşgul etmesi, önceden cevaplandırılan veya pay sahiplerinin incelenmesine sunulan belgelerde cevabı bulunan soruları tekrar sorması, gereksiz sorularla ilgilileri (örneğin diğer pay sahiplerini, yöneticileri, denetçileri) rahatsız etmesi veya diğer pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkını aksatması, genel kurul gündemindeki bir konuda müzakereler bitmesine rağmen, o konudaki soruları diğer konuların görüşülmesi esnasında sorması bilgi alma ve inceleme hakkının kötüye kullanımına örnek olarak gösterilmektedir⁹⁹⁹.

C- Konuşma Hakkında

Kolektif yatırım kuruluşları konuşma hakkını, ortaklık yönetimiyle ilgili görüşlerini ve önerilerini açıklayarak yöneticilerin ve diğer pay sahiplerinin ortaklık işleriyle ilgili düşüncelerini etkileyebilmek için kullanmaktadırlar. Böylelikle diğer pay

⁹⁹⁶ Kaya, s. 270; Üçışık/Çelik, s. 330.

⁹⁹⁷ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, c, iii.

⁹⁹⁸ Kaya, s. 270; Böckli, Aktienrecht, s. 1120, Rn. 264; Thaeter/Guski, s. 303.

⁹⁹⁹ Kaya, s. 271; Poelzig, § 131 Rn. 224 ve 225; Koch, J., Aktiengesetz, § 131 Rn. 101; Jutzi, Mehrheitenschutz, s. 67; Seyman, Seda; Şirketler Hukuku Şerhi, C. II, (Ed. Şenocak, Kemal), Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2023, s. 2486. “[...] bilgi almanın sair pay sahipliği haklarının kullanılması için gereklilik arzetmemesi ya da [...] hakkın kötüye kullanılması halini oluşturması durumlarında talebin karşılanmayacağı açıktır [...]” [Yargıtay 11. HD, 03.03.2011, E. 2009/4550, K. 2011/2196, (Kazancı İçtihat Bankası)].

sahipleri kolektif yatırım kuruluşlarının paylaştığı bilgileri ve açıklamaları dinledikten sonra oy hakkı gibi pay sahipliği haklarını kullanmaktadırlar¹⁰⁰⁰.

Kolektif yatırım kuruluşları konuşma hakkını kötüye kullanmamalıdır. Bu kapsamda kolektif yatırım kuruluşlarının genel kurulda ortaklıkla veya toplantı gündemiyle ilgili olmayan konular hakkında konuşması ya da çok uzun süre söz alması¹⁰⁰¹ veyahut başkaları hakkında saygı ve nezaket sınırlarını aşacak şekilde konuşulması¹⁰⁰² hakkın kötüye kullanılmasına neden olabilecektir¹⁰⁰³. Gerçekten de genel kurul yalnızca kolektif yatırım kuruluşlarının sunum yaptıkları ve diğer pay sahiplerinin de bu sunumu dinledikleri bir toplantı hâline gelmemelidir. Aksi hâlde genel kurul işlevsizleşmektedir¹⁰⁰⁴. Bununla birlikte kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklıkla veya toplantı gündemiyle ilgili konularda diğer pay sahiplerinin ve yöneticilerin fikirlerini etkileyebilmeleri için bazen farklı konular hakkında konuşmaları gerektiği veya diğer pay sahiplerine kıyasla daha fazla süreyle söz almaları gerektiği de göz önünde bulundurulmalıdır¹⁰⁰⁵.

Bu durum karşısında öğretide toplantı başkanının, diğer pay sahiplerinin konuşma hakkını kullanmaları ile kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklığın yönetimine katılma çabaları arasında denge kurması gerektiği ifade edilmektedir¹⁰⁰⁶. Ancak Türk hukukunda

¹⁰⁰⁰ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, c, iv.

¹⁰⁰¹ Nitekim KYİ'de toplantı başkanının pay sahiplerine eşit şartlar altında düşüncelerini açıklama ve soru sorma imkânı vereceği belirtilmiştir (bkz. KYİ m. 1.3.4).

¹⁰⁰² Yayla, Ümit: *Anonim Ortaklık Genel Kurulları Elektronik Genel Kurullar*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2013, s. 127.

¹⁰⁰³ Albath, s. 258-259; Yiğit, İlhan: *Anonim Ortaklık Genel Kurulunun İşleyişi ve Ortaya Çıkan Sorunlar*, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2005, s. 172.

¹⁰⁰⁴ Yayla, s. 125.

¹⁰⁰⁵ Albath, s. 259. Somut olayın pay sahipleri için farklı süre tanınmasını haklı gösterebileceği, önerisi olan pay sahibine önerisini açıklayabilmesi için daha fazla süre tanınabileceği yönünde bkz. Yıldız, Şükrü: *Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi*, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004, s. 122; Teoman, Ömer: *Anonim Ortaklık Genel Kurul Toplantılarında Pay Sahiplerinin Konuşma Süresinin Sınırlandırılması*, Tüm Makalelerim Cilt I-II (1971-2001), B. 2, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2012, s. 519; Şehirli Çelik (Kırca/Manavgat), C. 2/1, s. 492. Aksi görüş için bkz. Yayla, s. 126.

¹⁰⁰⁶ Albath, s. 259.

konuşma sürelerinin düzenlenmesi ve sınırlandırılması konusunda yetki Alman ve İsviçre hukuk sistemlerinden farklı olarak toplantı başkanına değil, ortaklık genel kuruluna verilmiştir¹⁰⁰⁷. Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarının Usul ve Esasları ile Bu Toplantılarda Bulunacak Bakanlık Temsilcileri Hakkında Yönetmelik¹⁰⁰⁸ (GenKrlY) m. 41/1-d hükmüne göre toplantıda söz alma usulü, genel kurulunun çalışma esas ve usullerine ilişkin kuralların düzenlendiği iç yönergede bulunması gereken zorunlu bir unsurdur.

Yönetim kurullarınca hazırlanacak iç yönergelerin, anılan yönetmeliğin beşinci ekinde gösterilen İç Yönerge Örneği'ne uygun içerikte olması zorunlu tutulmuştur. İç Yönerge Örneği m. 11/3'te pay sahiplerinin konuşma süresinin, başkanın veya pay sahiplerinin önerisi üzerine, gündemin yoğunluğu, görüşülmesi gerekli konuların çokluğu, önemi ve söz almak isteyenlerin sayısına göre genel kurulca kararlaştırılacağı belirtilmiştir. Dolayısıyla, Türk hukukunda pay sahiplerinin konuşma süresi toplantı başkanınca değil genel kurul tarafından belirleneceğinden, halka açık anonim ortaklıkların genel kurulları kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklık yönetimine katılma çabalarını dikkate alarak, onlara diğerlerine kıyasla daha fazla konuşma süresi verebilecektir. Nitekim öğretide, İç Yönerge Örneği'nde genel kurulun somut şartlara uygun olacak şekilde süre belirleyebilmesi için konuşma süresine ilişkin asgari veya azami bir süre sınırının öngörülmemiş olduğu kabul edilmektedir¹⁰⁰⁹.

¹⁰⁰⁷ Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. 2/1, s. 491. "[...] pay sahibinin konuşma hakkını sınırlayan usuli nitelikteki kısıtlama kararı yüzünden pay sahibinin iptal davası açabilmesi için kendisinin yeterince açıklamalarda bulunamadığını ileri sürerek muhalefeti toplantı tutanağına geçirtmesi gerekli olup, genel kurul toplantı tutanağına göre davacı temsilcisi tarafından toplantının tüm gündem maddelerine dair olarak toplamda 40 soru sorulduğu, bu kapsamda, konuşma süresine dair yapılan sınırlamanın davacı temsilcisinin konuşma hakkını engellemediğini, bu sebeple genel kurul kararlarının iptalinin gerekmediği [...]" [Yargıtay 11. HD, 16.04.2015, E. 2014/8021, K. 2015/5379, (Kazancı İçtihat Bankası)]. Öğretide pay sahibinin konuşma süresinin sınırlandırılması yetkisinin toplantı başkanına verilmesi gerektiği yönünde bkz. Orbay Ortaç, Nurdan: *Anonim Şirket Genel Kurul Toplantı Başkanı*, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2023, s. 138-139.

¹⁰⁰⁸ RG. 28.11.2012, S. 28481.

¹⁰⁰⁹ Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. 2/1, s. 492.

Kolektif yatırım kuruluşlarına genel kurul kararıyla daha fazla konuşma süresi tanınmadığı takdirde, sırası gelip konuşmasını yapan kolektif yatırım kuruluşu temsilcisi, konuşma süresi dolduğu zaman, ancak kendinden sonra konuşacak ilk kişi konuşma hakkını verdiği takdirde konuşmasını o kişinin konuşma süresi içinde tamamlamak koşuluyla sürdürebilmektedir. Diğer bir biçimde konuşma süresi uzatılamamaktadır¹⁰¹⁰ (İç Yönerge Örneği m. 11/1).

D- Çağrı Hakkında

Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılırken yararlanabildikleri diğer bir hak ortaklık genel kurulunun toplanmasını sağlayan çağrı hakkıdır¹⁰¹¹ (TTK m. 411). Kolektif yatırım kuruluşlarının çağrı hakkını kullanması neticesinde yönetim kurulunun genel kurul toplantısı için gerekli hazırlıkları yapması ortaklık bakımından, diğer pay sahiplerinin genel kurula katılmaları ise kendileri bakımından bir yük getirmektedir. Ancak bu durum kural olarak hakkın kötüye kullanılması sonucunu doğurmamaktadır. Zira çağrı hakkı, kanun koyucunun azınlığın korunmasını sağlamak için öngördüğü haklardan bir tanesidir. Ortaklığa ve diğer pay sahiplerine külfet oluşturduğu gerekçesiyle çağrı hakkının kullanımına izin vermemek hakkın konuluş amacına uygun olmayacaktır¹⁰¹². Bu yüzden çağrı hakkının kullanılmasının hakkın kötüye kullanılması kapsamında olup olmadığı değerlendirilirken, çağrı hakkının azınlığı korumayı amaçladığı göz önünde bulundurulmalıdır¹⁰¹³.

¹⁰¹⁰ Konuşma sürelerinin aşılması durumunda toplantı başkanı müdahale edecektir [Arslanlı, Halil: *Anonim Şirketler, Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller*, C. II-III, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1960, s. 42-43; Teoman, s. 514; Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. 2/1, s. 490; Pulaşlı, Hasan: *Şirketler Hukuku Şerhi*, C. III, B. 5, Ankara: Adalet Yayınevi, 2024, s. 2233; İç Yönerge Örneği m. 8/1-g:].

¹⁰¹¹ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, c, v.

¹⁰¹² Drinhausen, § 122 Rn. 14.

¹⁰¹³ Rieckers, § 122 Rn. 25; Kubis, § 122 Rn. 18.

Kolektif yatırım kuruluşlarının da içerisinde yer aldığı azınlığın çağrı hakkında belirttiği ve görüşülmesini istediği gündem maddeleri bir sonraki olağan genel kurul toplantısına kadar ertelenebilecek nitelikteyse¹⁰¹⁴, söz konusu gündem maddeleri hakkında önceden bir karar alınmış ve bu kararda herhangi bir değişiklik olmamışsa¹⁰¹⁵, çağrı hakkı açıkça ortaklığa zarar vermek¹⁰¹⁶ veya ortaklık yönetimi üzerinde baskı kurmak için kullanılmışsa, çağrı talebi içerisinde hakaret içeren ya da saldırgan ifadelere yer verilmişse çağrı hakkının kötüye kullanıldığı kabul edilmektedir¹⁰¹⁷. Yönetim kurulu çağrı hakkının kötüye kullanıldığı kanaatindeyse¹⁰¹⁸ çağrı talebini reddedebilmektedir¹⁰¹⁹. Dolayısıyla, çağrı taleplerinin hakkın kötüye kullanılması nedeniyle reddedilmesini istemeyen kolektif yatırım kuruluşlarının bu hususlara dikkat etmesi yararlı olacaktır.

E- Gündeme Madde Konulmasını İsteme Hakkında

Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılırken yararlanabildikleri başka bir hak, toplanacak olan ortaklık genel kurulunun gündemine istedikleri konuların eklenmesini isteme hakkıdır. Bu hak da tıpkı çağrı hakkı gibi azınlık hakkı olarak düzenlenmiştir (TTK m. 411). Kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklığın daha iyi yönetilmesi için çeşitli konuları

¹⁰¹⁴ Özellikle, çağrı hakkının kullanıldığı zaman ile bir sonraki olağan genel kurul toplantısının gerçekleşeceği zaman arasında kısa bir süre olması çağrı hakkının kötüye kullanılması şeklinde yorumlanabilmektedir (*Kubis*, § 122 Rn. 19). Nitekim olağanüstü genel kurul toplantısının, ortaklık için toplantının yapılmasını gerektiren durumların ortaya çıktığı zamanlarda yapılacağı belirtilmiştir (bkz. GenKrlY m. 7/1-b).

¹⁰¹⁵ Aynı içeriğe ilişkin hususların olağanüstü genel kurulda tekrar tartışılması gereksizdir (*Kubis*, § 122 Rn. 20).

¹⁰¹⁶ Olağanüstü genel kurul toplantısının kamuoyunda yaratacağı olumsuz imaj tek başına ortaklığa zarar verme amacı içerisinde yorumlanmamalıdır (*Kubis*, § 122 Rn. 22).

¹⁰¹⁷ *Drinhausen*, § 122 Rn. 15; *Rieckers*, § 122 Rn. 26 ve 27; *Kubis*, § 122 Rn. 19-23; *Thaeter/Guski*, s. 303; *Albath*, s. 145, 205, 212, 214 ve 215; *Brückner*, s. 140.

¹⁰¹⁸ Yönetim kurulu, çağrı hakkının kötüye kullanılıp kullanılmadığını değerlendirme yetkisine ve sorumluluğuna sahiptir (*Nagel, Michael: Das Einberufungs- und Traktandierungsrecht von Minderheitsaktionären einer Aktiengesellschaft*, Zurich: Dike Verlag, 2023, s. 97, Rn. 193).

¹⁰¹⁹ *Kubis*, § 122 Rn. 18; *Nagel*, s. 106, Rn. 213.

gündeme eklemek istemesi kural olarak hakkın kötüye kullanılması kapsamında değildir¹⁰²⁰.

Buna karşılık, gündeme madde konulmasını isteme hakkının kötüye kullanılabileceği hâller bulunmaktadır. Bu kapsamda, kolektif yatırım kuruluşlarının da içerisinde bulunduğu azınlığın genel kurul gündemine eklemek istediği konuların kapsam ve sayısının mevcut gündem maddelerinin değerlendirilmesi ve oylanması için ayrılan süreyi kısıtlamaması gerekmektedir. Zira her bir gündem maddesi genel kurulda ayrı bir tartışmayı ve oylamayı gerektirmektedir. Bu yüzden kolektif yatırım kuruluşlarının gündeme madde eklenmesi konusundaki aşırıya kaçan talepleri hakkın kötüye kullanılması olarak nitelendirilebilecektir¹⁰²¹. Nitekim katılımcı pay sahipliğinde, kolektif yatırım kuruluşlarının sürekli gündeme madde eklenmesi talebiyle hareket etmesi beklenmemekte, ortaklık bakımından birtakım riskler barındıran veya yararlı olacağı değerlendirilen faaliyet ve uygulamaların gündeme taşınması istenmektedir¹⁰²².

Ayrıca kolektif yatırım kuruluşlarının genel kurul toplantı tarihinden çok kısa bir süre önce gündeme madde eklenmesi talebinde bulunmasının da hakkın kötüye kullanımına neden olabileceği belirtilmektedir¹⁰²³. Gerçekten de gündeme ekletilmek istenilen konuların yönetim kurulunca değerlendirilebilmesi ve ilgili belgelere dahil edilebilmesi için yönetim kuruluna bir zaman tanınması gerekmektedir¹⁰²⁴. Pay sahiplerinin gündeme madde koyma isteklerinin ortaklığa ulaştırılması gereken zamanla ilgili olarak, TTK m. 411/2’de söz konusu isteğin genel kurul çağrı ilanının Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi’nde (TTSG) yayımlanmasına ilişkin ilan ücretinin yatırılması tarihinden önce yönetim kuruluna ulaşması gerektiği belirtilmiştir. Anılan hüküm esasen

¹⁰²⁰ *Albath*, s. 148.

¹⁰²¹ *Kubis*, § 122 Rn. 35; *Rieckers*, § 122 Rn. 56.

¹⁰²² Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, c, vi.

¹⁰²³ *Nagel*, s. 159, Rn. 316.

¹⁰²⁴ *Böckli*, Aktienrecht, s. 1095, Rn. 204; *Nagel*, s. 158, Rn. 314.

toplantı gündeminin toplantı ilanında belirtilmesi zorunluluğunun bir sonucu olsa¹⁰²⁵ da hükmün, azınlığı oluşturan pay sahiplerinin gündeme madde konulmasını isteme hakkını güçleştirdiği ifade edilmektedir¹⁰²⁶. Zira pay sahiplerinin ilan harcının ne zaman yatırılacağını bilmesi veya öngörmesi olağan bir durum değildir¹⁰²⁷.

Ayrıca TTK m. 411/2 hükmünde belirtilen zamansal sınırlamanın halka açık anonim ortaklıklarda uygulanıp uygulanamayacağı tartışmalıdır. Zira anonim ortaklıkların genel kurul toplantılarının çağrı usulünü düzenleyen iki hüküm bulunmaktadır ve bu hükümler TTSG’de ilan bakımından birbirinden farklılaşmaktadır. TTK m. 414/1’de genel kurul toplantı ilanının esas sözleşmede gösterilen şekilde, şirketin internet sitesinde ve TTSG’de yayımlanacağı belirtilmiştir. Buna karşılık SPKn m. 29/1’de, halka açık anonim ortaklıklarda genel kurul toplantı çağrısının esas sözleşmede gösterilen şekilde, ortaklığın internet sitesi ve Kamuyu Aydınlatma Platformu ile SPK tarafından belirlenen diğer yerlerde yayımlanacağı ifade edilmiştir. Keza KYT’de de SPKn m. 29/1’deki düzenlemeye paralel ifadeler bulunmaktadır (KYT m. 1.2.1).

SPKn m. 29/1’in lafzı esas alındığında halka açık anonim ortaklıklarda genel kurul toplantı ilanının TTSG’de yayımlanma zorunluluğu bulunmamaktadır. Nitekim öğretideki bir görüş, SPKn’nın sonraki tarihli kanun olması nedeniyle SPKn’de belirtilen özel hükümlerin uygulama alanı bulacağını, dolayısıyla halka açık anonim ortaklıklar için kural¹⁰²⁸ olarak TTSG’de ilanın aranmayacağını belirtmektedir¹⁰²⁹. Bu durumda pay

¹⁰²⁵ Bkz. GenKrlY m. 11/1-c. TTK m. 411/2 hükmünün gerekçesine göre, ikinci fıkra uygulamada sorun yaratan bir konuyu çözüme bağlamak amacıyla öngörülmüştür. İlan ücretinin yatırılması tarihinin hem zaman hem de ispat yönünden uygun olduğu düşünülmektedir; çünkü para yatırılmadığı takdirde gerekli ekin yapılması hemen mümkündür.

¹⁰²⁶ Bkz. *Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat)*, C. 2/1, s. 233; *Moroğlu, Erdoğan: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Değerlendirme ve Öneriler*, B. 8, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2016, s. 228.

¹⁰²⁷ *Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat)*, C. 2/1, s. 233.

¹⁰²⁸ Bu kuralın istisnasını halka açık anonim ortaklığın esas sözleşmesinde toplantı çağrı ilanının TTSG’de yapılacağını öngörülmesi oluşturmaktadır.

¹⁰²⁹ *İlbasmış Hızlısoy, Özlem: Halka Açık Anonim Şirket Genel Kurulunun Toplanma ve Karar Alma Esasları ile Bu Esaslara Aykırılığın Hukuki Akıbeti*, Ankara: Adalet Yayınevi, 2024, s. 55.

sahiplerinin gündeme madde koyma taleplerini iletebilecekleri süreyi açıklayan TTK m. 411/2 hükmü halka açık anonim ortaklıklarda uygulanamayacaktır ve halka açık anonim ortaklıklarda pay sahiplerinin gündeme madde ekleme taleplerini iletebilecekleri son süreye ilişkin bir kanuni boşluk oluşmaktadır. Bu görüş kabul edilirse, kolektif yatırım kuruluşları gündeme madde ekleme haklarını kötüye kullanmış olmamak için ortaklık genel kurulunda görüşülmesini istedikleri konuları gecikmeden ortaklığa iletmelidirler. Nitekim TTK'da veya SPKn'de gündeme madde eklenmesine ilişkin talebin en erken ne zamana kadar yapılacağı belirtilmemiştir. Öğretide, hesap döneminin bitiminden itibaren gündeme madde eklenmesi talebinde bulunulabileceği ifade edilmektedir¹⁰³⁰. Ayrıca öğretideki bir görüş, genel kurul toplantısı başladıktan sonra ancak karar alınacak gündem maddelerinin müzakeresi başlamadan önce azınlığın gündeme madde ekleme hakkını kullanabileceğini belirtmektedir¹⁰³¹.

Buna karşılık diğer bir görüş ise SPKn m. 29/1 hükmünün halka açık anonim ortaklıklarda pay sahibi sayısının çok fazla olması ve toplantı ilanının daha fazla kişi tarafından görülmesini sağlamak amacıyla TTK m. 414/1 hükmünden farklı düzenlendiğini, ancak bu durumun TTK m. 414/1'de belirtilen TTSG'de ilan zorunluluğunu halka açık anonim ortaklıklar bakımından ortadan kaldırmadığını kabul etmektedir¹⁰³². Öğretideki bu görüş kabul edildiğinde ise TTK m. 411/2 hükmü yukarıda belirtilen eleştirilere rağmen halka açık anonim ortaklıklar için de uygulanacaktır. Bu durumda kolektif yatırım kuruluşlarının gündeme madde konulmasını isteme hakkı bakımından kanuni bir azami süre öngörülmüş olacağından, bu süre öncesinde ortaklığa iletilen gündem maddeleri dikkate alınacak, söz konusu sürenin geçmesinden sonraki talepler ise reddedilebilecektir.

¹⁰³⁰ Yılmaz, Hümeýra: *Anonim Şirketlerde Azınlığın Genel Kurulun Toplantıya Çağırılması ve Gündeme Madde Eklenmesi Talebi*, ÇÜHFD 2020, C. 5, S. 1, s. 3730.

¹⁰³¹ Adıgüzel, Burak: *Sermaye Piyasası Hukuku*, B. 6, Ankara: Adalet Yayınevi, 2025, s. 77.

¹⁰³² Bahtiyar, Mehmet: *Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş*, İstanbul: Beta Yayınevi, 2019, s. 57.

F- Özel Denetim İsteme Hakkında

Kolektif yatırım kuruluşları, pay sahipliği haklarının kullanılabilmesi için gerekli olduğu takdirde ve bilgi alma veya inceleme hakkı daha önce kullanılmışsa, belirli olayların özel bir denetimle açıklığa kavuşturulmasını, gündemde yer almasa bile genel kuruldan isteyebilmektedirler (TTK m. 438/1).

Özel denetimin amacı, pay sahipliği haklarının daha etkili kullanılabilmesi için belirli olayların aydınlatılarak pay sahiplerine bilgi sağlanmasıdır¹⁰³³. Böylelikle yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna ilişkin davalara delil sağlanması amacıyla hazırlık yapılabilmektedir¹⁰³⁴. Benzer şekilde yönetim kurulu üyelerinin görevden alınmaları için geçerli bir nedenin olup olmadığı da özel denetimle incelenmektedir¹⁰³⁵. Bütün bunlar esasen ortaklığın çıkarının korunması içindir¹⁰³⁶. Kolektif yatırım kuruluşları ortaklığın çıkarına olacağını inanıyorlarsa, yönetim kurulu üzerinde bir baskı oluştursa dahi özel denetim isteme hakkını kullanmaları hakkın kötüye kullanılması kapsamında olmayacaktır¹⁰³⁷. Zira özel denetim sonucunda yöneticilerin ortaklığı zarara uğrattıkları tespit edilirse, yöneticilere karşı açılacak sorumluluk davasıyla ortaklığın zararı telafi edilebilecektir¹⁰³⁸.

Buna karşılık, özel denetim isteme hakkı belirli bir olayın aydınlatılmasından ziyade ortaklığa zarar verme veya yönetim kurulunu diğer pay sahipleri ve kamu önünde

¹⁰³³ Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, s. 402, Rn. 8; Narbay, Şafak: *Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Ortaklıkta Özel Denetim*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2010, s. 32-38.

¹⁰³⁴ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar Hukuku II, s. 67; Arnold, Münchener Kommentar, § 142 Rn. 6 ve 7; Meinert, Carsten: *Ungeschriebene Schranken der aktienrechtlichen Sonderprüfung nach § 142 Abs. 2 AktG*, ZHR 5/2023, s. 700; von der Crone, s. 394, Rn. 825; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, s. 402, Rn. 9. Ayrıca bkz. TTK m. 439/2.

¹⁰³⁵ Arnold, Münchener Kommentar, § 142 Rn. 7.

¹⁰³⁶ Arnold, Münchener Kommentar, § 142 Rn. 8.

¹⁰³⁷ Schockenhoff/Culmann, s. 307.

¹⁰³⁸ Arnold, Münchener Kommentar, § 142 Rn. 9.

zor duruma sokma amacıyla¹⁰³⁹ kullanılmışsa, denetlenecek işlem ve olaylar daha önceden açıklığa kavuşturulmuşsa¹⁰⁴⁰ veya genel olarak bilinmekteyse, yöneticilerin görev ihlallerini ortaya çıkarmak amacıyla ortaklığın iş alanlarının genel olarak denetlenmesi (*fishing*) istenmekteyse¹⁰⁴¹ veya yönetim kurulu üyelerinden tazminat isteme hakkı zaman aşımına uğramışsa özel denetim isteme hakkının kötüye kullanıldığı ifade edilmektedir¹⁰⁴².

G- Dava Hakkında

Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi olarak yararlanabilecekleri diğer bir hak dava açma hakkıdır. Bu kapsamda genel kurul kararlarının hükümsüzlüğüne karar verilmesi için iptal, butlanın tespiti veya yokluğun tespiti davalarından yararlanabilmektedirler¹⁰⁴³. Genel kurul kararlarının hükümsüzlüğüne ilişkin davalar söz konusu kararların hukuku çeşitli gerekçelerle (TTK m. 445-447) ihlal ettiği iddiasına dayanmaktadır. Hükümsüzlük davaları genel kurul kararlarının hukuka uygunluğunun denetlenmesine ve varsa ihlal(ler)in tespiti suretiyle hukuki belirliliğin sağlanmasına

¹⁰³⁹ Kolektif yatırım kuruluşları yönetim kurulu üyelerini eleştirmek istiyorlarsa, bu durum güç gösteri şeklinde olmamalıdır (*Thaeter/Guski*, s. 303). Nitekim katılımcı pay sahipliğinde kolektif yatırım kuruluşları kural olarak yönetim kurulunun karşısında değil, yanında yer almaktadır (bkz. İkinci Bölüm, III, B, 2, b).

¹⁰⁴⁰ Özel denetimle aydınlatılması istenen konunun genel kurulda açıklığa kavuşturulmuş olduğunun kabul edilebilmesi için genel kurulda cevap verilmiş olması tek başına yeterli değildir. Konunun bir bütün olarak ve detaylı bir şekilde izah edilmiş olması gerekmektedir (*Grigoleit*, § 142 Rn. 26).

¹⁰⁴¹ TTK m. 438/1’de belirli olayların açıklığa kavuşturulması amacıyla özel denetimden yararlanabileceği belirtildiği için, ortaklık yöneticilerinin iş alanlarına ilişkin genel bir denetim istenmesi hukuken mümkün değildir.

¹⁰⁴² *Arnold*, Beteiligung von Investmentgesellschaften, s. 316; *Mock*, Sebastian: *Grosskommentar zum Aktienrecht* (Hrsg. *Stilz*, Eberhard/*Veil*, Rüdiger), München: Verlag Carl Heinrich Beck, 01.10.2024, § 142 Rn. 214.6; *Grigoleit*, § 142 Rn. 26 ve 27; *Meinert*, s. 701 ve 705; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, s. 406, Rn. 48; *Albath*, s. 228; *Brückner*, s. 169; *Narbay*, s. 67-68.

¹⁰⁴³ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, c, vii.

hizmet etmektedir¹⁰⁴⁴. Böylelikle ilgili karar(lar)dan etkilenenlerin (örneğin ortaklığın, pay sahiplerinin) çıkarları korunmaktadır¹⁰⁴⁵.

Hükümsüzlük davalarının açılmasında bazı kurallar öngörülmüştür (TTK m. 445-447). Bu kurallar söz konusu davaların açılmasına ilişkin sınırları belirlemektedir. Kanunda özel olarak öngörülen bu sınırların yanı sıra hakkın kötüye kullanılması da hükümsüzlük davalarının sınırını oluşturmaktadır¹⁰⁴⁶. Genel kurul kararı pay sahibinin aleyhine olmasa dahi pay sahipleri TTK m. 445-447’de belirtilen sınırlar içerisinde ortaklığın çıkarını ve hukuk düzenini korumak için genel kurul kararlarının hükümsüzlüğünü talep edebilmektedirler¹⁰⁴⁷.

Buna karşılık, kolektif yatırım kuruluşları kendi taleplerinin kabulünü sağlamak, diğer bir ifadeyle kendi iradelerini ortaklığa dayatmak veya baskı aracı olarak kullanmak amacıyla hükümsüzlük davalarından yararlanırlarsa ya da uzun süre sessiz kaldıkları bir genel kurul kararına karşı sonradan kararın hükümsüzlüğünü ileri sürerlerse¹⁰⁴⁸ hakkın kötüye kullanılması yasağıyla karşılaşabileceklerdir¹⁰⁴⁹. Başka bir deyişle, kolektif

¹⁰⁴⁴ Vatter, Stefan: *Grosskommentar zum Aktienrecht* (Hrsg. Stolz, Eberhard/Veil, Rüdiger), München: Verlag Carl Heinrich Beck, 01.10.2024, § 249 Rn. 2; Schäfer, Carsten: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz* (Hrsg. Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne), Aufl. 6, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2024, § 245 Rn. 8 ve § 249 Rn. 2; Englisch, § 245 Rn. 1; Ehmann, Erik: *Aktiengesetz Kommentar* (Hrsg. Grigoleit, Hans Christoph), Aufl. 2, München: Verlag C. H. Beck, 2020, § 245 Rn. 2 ve § 249 Rn. 1.

¹⁰⁴⁵ Kirca, s. 134; Schäfer, Münchener Kommentar, § 245 Rn. 8.

¹⁰⁴⁶ Kirca, s. 218; Englisch, § 245 Rn. 1; Ehmann, § 245 Rn. 2; Schäfer, Münchener Kommentar, § 245 Rn. 52.

¹⁰⁴⁷ Moroğlu, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 253; Ehmann, § 245 Rn. 2; Vatter, § 245 Rn. 62; Englisch, § 245 Rn. 28; Heidel, Thomas: *Aktienrecht und Kapitalmarktrecht*, Aufl. 6, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2024, § 245 Rn. 28.

¹⁰⁴⁸ Belirtmek gerekir ki genel kurul kararlarının butlanın tespiti veya yokluğunun tespiti bakımından 2022 yılına kadar yargı kararlarında hakkın kötüye kullanılması savunması kabul edilmekteydi [bkz. Yargıtay 11. HD, 16.04.2015, E. 2014/8021, K. 2015/5379; Yargıtay 11. HD, 21.03.2016, E. 2015/15625, K. 2016/3083; Yargıtay 11. HD, 18.12.2018, E. 2017/1702, K. 2018/8018; Yargıtay 11. HD, 11.03.2021, E. 2019/3536, K. 2021/2342, (Kazancı İçtihat Bankası)]. Ancak Yargıtay Hukuk Genel Kurulu 08.03.2022 tarihli ve E. 2021/701, K. 2022/275 sayılı kararında genel kurul kararlarının yokluğu durumunda hakkın kötüye kullanılması savunmasının ileri sürülemeyeceğine karar vermiştir (<https://karararama.yargitay.gov.tr/>).

¹⁰⁴⁹ Kirca, s. 209-210; Moroğlu, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 337-338; Heidel, § 245 Rn. 28; Ehmann, § 245 Rn. 33; Vatter, § 245 Rn. 66; Schäfer, Münchener Kommentar, § 245 Rn. 58 ve 60; Englisch, § 245 Rn. 32; Bunz, s. 1051; Nomer, Nedret Füsün: *Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Sadakat Yükümlülüğü*, İstanbul: Beta Yayınevi, 1999, s. 128. Genel kurul kararlarının yokluğunun veya

yatırım kuruluşları hükümsüzlük davalarını genel kurul kararının hukuka uygunluğunun denetimi için değil de kendi isteklerini gerçekleştirmek amacıyla açıyorlarsa hakkın kötüye kullanılması söz konusu olacaktır¹⁰⁵⁰. Hakkın kötüye kullanıldığı durumlarda dava kabul edilmeyecek ve davacılar kötü niyetle hükümsüzlük davası açtıkları için ortaklığın uğradığı zararlardan müteselsilen sorumlu olacaklardır (TTK m. 451/1).

III. EŞİT İŞLEM İLKESİ

A- Giriş

Anonim ortaklıklarda pay sahipleri eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulmaktadırlar (TTK m. 357/1). Bu kural anonim ortaklıklarda temel bir ilke olarak kabul edildiği için aynı zamanda eşit işlem ilkesi (*principle of equal treatment/Gleichbehandlungsprinzip*) olarak da adlandırılmaktadır (TTK m. 357'nin başlığı ve 391/1-a). Eşit işlem ilkesi, bir taraftan organların öznel ve keyfi karar ve uygulamalarına bir üst hukuk kuralı ile kanunî bir barikat çekmekte¹⁰⁵¹, diğer taraftan da esas sözleşmelerdeki hükümlerin adil ve menfaatler dengesine uygun bir şekilde yorumlanmasını sağlamaktadır¹⁰⁵².

Eşit işlem ilkesi, TTK'nın yanı sıra kurumsal yönetime ilişkin düzenlemelerde de yer almaktadır. KYİ'ye göre genel kurul toplantısı, pay sahiplerinin katılımını artırmak amacıyla pay sahipleri arasında eşitsizliğe yol açmayacak ve pay sahiplerinin mümkün olan en az maliyetle katılımını sağlayacak şekilde gerçekleştirilmeli (KYİ m. 1.3.3) ve pay sahiplerine eşit şartlar altında düşüncelerini açıklama ve soru sorma imkânı verilmelidir (KYİ m. 1.3.5).

butlanının tespitinin ileri sürülmesinde hakkın kötüye kullanılması yasağı hakkında öğretideki yaklaşımlar için bkz. *Tüzemen Atik*, Ebru: *Sermaye Şirketlerinde Genel Kurul Kararlarının Yokluğunun veya Butlanının İleri Sürülmesinde Hakkın Kötüye Kullanılması Yasağı*, MÜHFHAD 2022, C. 28, S. 1, s. 316-318.

¹⁰⁵⁰ Vatter, § 245 Rn. 64.

¹⁰⁵¹ Eşit işlem ilkesi pay sahiplerini ortaklık organlarının keyfi davranışlarından korumaktadır (*Cahn/von Spannenberg*, § 53a Rn. 2; *Grigoleit*, § 53a Rn. 5).

¹⁰⁵² Bkz. TTK m. 357'nin gerekçesi.

Eşit işlem ilkesinin uygulanmasında eşit şartlarda eşitlik esası kabul edilmiştir. Buna göre eşit işlem uygulamaları nisbîlik temeline dayanmaktadır. Nisbîlik, pay sahipleri arasında farklılaştırılabilecek haklar bakımından söz konusudur. Kâr payı hakkı, rüçhan hakkı, oy hakkı gibi anonim ortaklıklarda oransallık ilkesinin hâkim olduğu haklarda objektif (keyfî olmayan) gerekçelerle¹⁰⁵³ pay sahipleri arasında farklı uygulamalara gidilebilmektedir. Objektif gerekçeler TTK'nın bazı maddelerinde haklı sebep veya önemli sebeple ilişkilendirilmiştir¹⁰⁵⁴. Bunların yanı sıra ortaklığın çıkarı, eşit işlem ilkesinden sapılmasında objektif bir gerekçe teşkil etmektedir¹⁰⁵⁵. Buna karşılık, genel kurula katılma hakkı, bilgi alma ve inceleme hakkı, iptal davası açma hakkı gibi anonim ortaklıklarda oransallık ilkesinin uygulanmadığı -bireysel- haklarda eşit işlem ilkesi pay sahiplerinin tamamına mutlak biçimde uygulanmaktadır¹⁰⁵⁶.

B- Eşit İşlem İlkesinden Kaynaklanabilecek Hukuki Sınırlar

1. Ortaklık Yöneticilerinin Kolektif Yatırım Kuruluşlarıyla Kişisel Görüşmeler Yapmasında

Eşit işlem ilkesi, tıpkı diğer pay sahiplerinde olduğu gibi haklı bir sebep olmadıkça katılımcı pay sahipliği stratejisini izleyen kolektif yatırım kuruluşlarına

¹⁰⁵³ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar Hukuku I, s. 691; Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. 1, s. 139-143; Yıldız, s. 75; Cahn, Andreas/von Spannenberg, Michael Schild: *Grosskommentar zum Aktienrecht* (Hrsg. Stolz, Eberhard/Veil, Rüdiger), München: Verlag Carl Heinrich Beck, 01.10.2024, § 53a Rn. 16. Objektif gerekçelerin tespiti hakkında bkz. Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. 1, s. 143-144; Yağmur, Setenay: *Anonim Şirketlerde Eşit İşlem İlkesi*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2020, s. 56-64; Böckli, Aktienrecht, s. 1558, Rn. 732; Cahn/von Spannenberg, § 53a Rn. 20; Eminoğlu, Cafer: *Anonim Şirket Pay Sahipleri Açısından "Eşit Şartlarda Eşit İşlem" İlkesi*, TFM 2015, C. 1, S. 1, s. 82; Dinç Doğan, Habibe: *Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunun Eşit İşlem Yükümlülüğü*, Ankara: Adalet Yayınevi, 2024, s. 102-104.

¹⁰⁵⁴ Bkz. TTK m. 461/2, 466/3 ve 493/1.

¹⁰⁵⁵ Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. 1, s. 143-144; Akdağ Güney, Necla: *Anonim Şirketlerde Eşitlik İlkesi*, GZÜHFD 2014, C. 18, S. 3-4, s. 122; Cahn/von Spannenberg, § 53a Rn. 20; Yağmur, s. 57-59; Seibt, Christoph/Danwerth, Christopher: *Aktionärskommunikation und (Online-) Hauptversammlung: Das Vorfeld ist das Hauptfeld!*, AG 10/2021, s. 373.

¹⁰⁵⁶ Yıldız, s. 174-175; Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. 1, s. 139-144; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, s. 465, Rn. 72-78; Cahn/von Spannenberg, § 53a Rn. 18; Akdağ Güney, Necla: *Anonim Şirketlerde Pay Sahiplerinin Aktif ve Pasif Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı Üzerine Bazı Düşünceler*, RTHD 2019, C. 4, S.1, s. 41.

avantaj sağlayan karar ve uygulamaları yasaklamaktadır¹⁰⁵⁷. Bu sebeple, katılımcı pay sahipliğinin uygulanmasında karşılaşılabilecek istisnai hâlleri eşit işlem ilkesine uygunluk bakımından ayrıca incelemek gerekmektedir.

Halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilerin pay sahipleriyle kişisel görüşmeler yapması ortaklıklar ile yatırımcılar arasındaki iletişimi sağlayan yatırımcı ilişkileri çalışmasının bir parçası olarak kabul edilmektedir¹⁰⁵⁸. Yönetim kurulunun pay sahipleriyle kişisel görüşmelerde bulunma yetkisi, kurulun ortaklığı yönetme ve temsil etme yetkisinden (TTK m. 365/1) doğmaktadır¹⁰⁵⁹. Nitekim KYİ m. 4.2.7’de yönetim kurulunun, ortaklık ile pay sahipleri arasında etkin iletişimin sağlanmasında, yaşanabilecek anlaşmazlıkların giderilmesinde ve çözüme ulaştırılmasında öncü rol oynayacağı ve bu amaca yönelik olarak ortaklığın kurumsal yönetim komitesi ve yatırımcı ilişkileri bölümüyle yakın iş birliği içerisinde olacağı belirtilmiştir.

Halka açık anonim ortaklıkların yöneticilerinin pay sahipleriyle kişisel görüşmeler yapması veya yapmaması yöneticilerin takdirindedir¹⁰⁶⁰. Yöneticiler kimlerle konuşacaklarını belirleyebilmektedirler¹⁰⁶¹. Bu durumda, yöneticilerin ortaklıkta pay sahibi olan belirli bir grupla (örneğin kolektif yatırım kuruluşlarıyla) kişisel görüşmeler

¹⁰⁵⁷ Link, Simon Patrick: *Shareholder und Investor Activism – Rechtsfragen der aktuellen Praxis*, ZGR 6/2021, s. 916. Nitekim Avusturya Kurumsal Yönetim Kodeksi’nde (*Österreichischer Corporate Governance Kodex/ÖCGK*) eşit işlem ilkesinin hem kurumsal yatırımcılar için hem de küçük yatırımcılar için geçerli olduğu açıkça ifade edilmiştir (bkz. ÖCGK p. 1).

¹⁰⁵⁸ Link, s. 917; Hirt/Hopt/Mattheus, s. 737; Bassler, s. 276; Schilha, Ralph/Theusinger, Ingo: *Aufsichtsratskommunikation – insbesondere in der Unternehmenskrise: Aktienrechtsdogmatik trifft auf Praxiserwartung*, NZG 14/2019, s. 522; Fleischer, Holger: *Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht*, ZGR 4/2009, s. 510. Yatırımcı ilişkilerinin hedef grupları arasında kolektif yatırım kuruluşlarının da içerisinde bulunduğu kurumsal yatırımcılar bulunmaktadır (Fleischer, *Investor Relations*, s. 509). Kişisel görüşmeleri, diğer yatırımcı ilişkileri faaliyetleriyle kıyaslamak için bkz. Knierbein, Michael: *Freiwillige Kapitalmarktkommunikation und zivilrechtliche Haftung*, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2020, s. 37-63.

¹⁰⁵⁹ Albath, s. 187; Faure, s. 188.

¹⁰⁶⁰ Wurm, Matthias: *Die rechtliche Bewertung von Investorendialogen*, Berlin: Peter Lang GmbH, 2021, s. 84; Schaefer, s. 901; Daeniker, Daniel: *Wer kontrolliert die Aktiengesellschaft?*, SZW 5/2016, s. 441; Mosca, Chiara: *Director–Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, ECFR 2018, Vol. 15, No. 4, s. 827-829.

¹⁰⁶¹ Hirt/Hopt/Mattheus, s. 738; Faure, s. 197; Schaefer, s. 901.

yaptığı, buna karşılık diğer pay sahipleriyle görüşmediği hâllerin eşit işlem ilkesine aykırı olup olmayacağı değerlendirilmesi gereken bir konudur.

Öncelikle eşit işlem ilkesinin pay sahipleriyle kişisel görüşmeler bakımından mutlak biçimde uygulanıp uygulanamayacağı açıklanmalıdır. Pay sahibi sayısının yüz binlerle ifade edildiği halka açık anonim ortaklıklarda, ortaklık yöneticilerinin her pay sahibiyle kişisel görüşme yapmasının teknik olarak mümkün olmaması, pay sahipleriyle temas kurmak isteyen ortaklık yöneticilerini pay sahipleri arasında bir tercih yapmaya zorlamaktadır. Bütün pay sahiplerine ortaklık yöneticileriyle kişisel görüşme imkânı tanınması mümkün olmadığından, eşit işlem ilkesi kişisel görüşmeler bakımından mutlak biçimde uygulanamamaktadır¹⁰⁶². Aksi hâlde pay sahipleriyle yapılacak kişisel görüşmeler anlamını ve amacını kaybedecektir¹⁰⁶³.

Bu durum karşısında ortaklık yöneticilerinin kişisel görüşme yapabilecekleri pay sahiplerinin tespitinde hangi ölçütün uygulanabileceği belirlenmelidir. Yukarıda izah ettiğimiz üzere pay sahipleri arasında farklı uygulamaların kabul edilebilmesi için söz konusu farklılığın objektif bir gerekçeye dayanması gerekmektedir. Bu ölçüt ortaklık yöneticilerinin kişisel görüşmelerde bulunacakları pay sahiplerinin belirlenmesi bakımından da geçerlidir¹⁰⁶⁴. Başka bir deyişle, ortaklık yöneticilerinin kolektif yatırım kuruluşlarıyla kişisel görüşmelerde bulunmasının keyfî olup olmaması eşit işlem ilkesine aykırılığın tespitinde önem arz etmektedir.

Halka açık anonim ortaklıkların yöneticilerinin kolektif yatırım kuruluşlarıyla kişisel görüşmelerde bulunmayı tercih etmeleri ve diğer pay sahiplerinin görüşme taleplerini reddetmeleri veya diğer pay sahipleriyle görüşme girişiminde bulunmamaları

¹⁰⁶² Decher, Christian: *Aktionärsinformation – Responsio* –, ZGR 2-3/2020, s. 246; Böckli, Aktienrecht, s. 1564, Rn. 749.

¹⁰⁶³ Wurm, s. 86.

¹⁰⁶⁴ Schockenhoff/Culmann, s. 299-300; Arnold, Beteiligung von Investmentgesellschaften, s. 312.

kolektif yatırım kuruluşlarıyla görüşülmesinin ortaklığın çıkarına olması durumunda eşit işlem ilkesine aykırılık oluşturmayacaktır¹⁰⁶⁵. Gerçekten de yöneticiler, aktif pay sahipliği yaklaşımını izleyen kolektif yatırım kuruluşunun stratejisi, ortaklığa karşı tutumu ve beklentileri hakkında ayrıntılı bilgi edinmek isteyebilirler¹⁰⁶⁶. Aktif bir yatırımcının kamuoyu baskısı ve diğer pay sahipleriyle iş birliği gibi araçlarla ortaklık yönetimi üzerinde baskı oluşturabileceği de göz önüne alındığında, ortaklık yöneticilerinin kolektif yatırım kuruluşlarıyla aralarındaki ilişkiyi kişisel görüşmeler aracılığıyla geliştirmesi, kolektif yatırım kuruluşlarının dava açma, özel denetçi atanmasını isteme, kamuoyu baskısı gibi diğer araçları kullanmasına gerek kalmadan sorunun çözülmesini sağlayacaktır¹⁰⁶⁷.

Ayrıca profesyoneller tarafından yönetilen kolektif yatırım kuruluşlarının temsilcileriyle fikir alışverişinde bulunmak diğer pay sahiplerine kıyasla ortaklık için daha fazla yarar sağlayabilmektedir¹⁰⁶⁸. Gerçekten de ortaklıklar geleceğe yönelik stratejik konularda bazı pay sahiplerinin fikirlerine önem vermektedirler¹⁰⁶⁹. Bu durumda, yöneticiler kolektif yatırım kuruluşlarıyla yapacakları kişisel görüşmelerin ortaklığın çıkarına olacağını takdir ediyorsa, söz konusu görüşmeler eşit işlem ilkesine aykırı olmayacaktır¹⁰⁷⁰. Nitekim ortaklık yönetim kurulları ile kolektif yatırım kuruluşlarının

¹⁰⁶⁵ Schockenhoff/Culmann, s. 299-300; Link, s. 917; Hirt/Hopt/Mattheus, s. 737; Faure, s. 197; Wurm, s. 82; İnci, s. 141-142; Seibt/Danwerth, s. 373; Arnold, Beteiligung von Investmentgesellschaften, s. 312; Mosca, s. 838.

¹⁰⁶⁶ Link, s. 917.

¹⁰⁶⁷ Link, s. 917; Schilha/Theusinger, s. 522.

¹⁰⁶⁸ Wurm, s. 86-87; Bassler, s. 277; Herz, Pirmin Jonas: *Informationelle Gleichbehandlung und Informationsprivilegien im Aktienrecht*, NZG 8/2020, s. 285. Nitekim SYİ'de portföy yönetim ortaklıklarının etkileşim faaliyeti kapsamında değerlendirme ve önerilerini doğrudan ortaklık yetkililerine iletebileceği örnek olarak gösterilmiştir (bkz. SYİ, 2. İlke, 3. uygulama önerisi).

¹⁰⁶⁹ Herz, s. 285. Uygulamada, halka açık ortaklıklar kurumsal yatırımcıları önemli bir diyalog ortağı olarak görmektedirler (Wurm, s. 88).

¹⁰⁷⁰ Link, s. 917; Weber-Rey, Daniela/Reps, Markus: *Ankerbeteiligungen: Chancen für die Corporate Governance, Rechtsrahmen und Investorenvereinbarungen Ein Beitrag zu der rechtspolitischen Debatte um verantwortungsbewusste Aktionäre*, ZGR 5/2013, s. 629.

fikir alışverişinde bulunabilecekleri bazı düzenlemelerde¹⁰⁷¹ açıkça belirtildiği için, öğretide kanun koyucuların kolektif yatırım kuruluşları ile ortaklık yöneticilerinin birbirleriyle görüşmelerini istedikleri ifade edilmektedir¹⁰⁷².

Buna karşılık eklemek gerekir ki ortaklık yöneticilerinin ortaklıkta pay sahibi olan kolektif yatırım kuruluşlarından bazılarıyla görüşmeleri, ancak diğer kolektif yatırım kuruluşlarıyla görüşmemeleri kural olarak eşit işlem ilkesine uygun olmayacaktır¹⁰⁷³. Dolayısıyla, ortaklık yöneticileri kişisel görüşmelerde kolektif yatırım kuruluşlarına karşı uygulanan farklılıkları objektif gerekçelerle açıklayamadıkları sürece eşit işlem ilkesine aykırılık gündeme gelecektir¹⁰⁷⁴.

2. Ortaklık Yöneticilerinin Kişisel Görüşmelerde Kolektif Yatırım Kuruluşlarına Bilgi Vermesinde

a- Pay Sahiplerinin Kişisel Görüşmelerde Bilgi Edinme Hakkı Var mıdır?

Pay sahiplerinin bilgi alma hakkı iki şekilde düzenlenmiştir. Bunlardan ilki, finansal tabloların, konsolide finansal tabloların, yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporunun, denetleme raporlarının ve yönetim kurulunun kâr dağıtım önerisinin, genel kurulun toplantısından en az on beş gün¹⁰⁷⁵ önce, şirketin merkez ve şubelerinde pay sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulmasıdır. TTK m. 437/1’de belirtilen bu durum pasif ve geriye dönük bilgi alma hakkıdır¹⁰⁷⁶. İkincisi, TTK m. 437/2’de düzenlenen aktif bilgi alma hakkıdır. Söz konusu hükme göre pay sahipleri genel kurulda yönetim

¹⁰⁷¹ Bkz. 2007/36 sayılı AB Direktifi m. 3g/1-a; AktG § 134b/1-3; BörseG § 185/1-1-b; İngiliz Kurumsal Yönetim Kodu 1. Bölüm, (D) İlkesi, 3. Kural; Hollanda Kurumsal Yönetim Kodu İlke 4.2.2; Kurumsal Yönetim için İsviçre En İyi Uygulama Kodu İlke 8; AktG § 134b/1-3. Buna karşılık, SYİ’de veya KYİ’de ortaklık yöneticilerinin pay sahiplerinin görüşlerine başvurabileceği açıkça ifade edilmemektedir.

¹⁰⁷² *Langenbucher*, s. 428.

¹⁰⁷³ *Herz*, s. 290; *Mosca*, s. 828.

¹⁰⁷⁴ *Wurm*, s. 87-89.

¹⁰⁷⁵ Halka açık anonim ortaklıklarda bu süre üç haftadır (bkz. SPFinRT m. 415/1; KYT m. 1.3.1).

¹⁰⁷⁶ Bkz. TTK m. 437/1’in gerekçesi.

kurulundan şirketin işleri hakkında, denetçilerden ise denetimin yapılma şekli ve sonuçları hakkında bilgi isteyebilmektedirler. Bilgi alma hakkı TTK m. 437/1’de genel kurul öncesinde ve pasif bir şekilde kullanılmaktayken, TTK m. 437/2’de genel kurul sırasında ve aktif bir biçimde kullanılmaktadır. Buna karşılık, pay sahiplerinin ortaklık genel kurulu dışında aktif bir şekilde bilgi alma hakları bulunmamaktadır¹⁰⁷⁷.

b- Kişisel Görüşmelerde Kolektif Yatırım Kuruluşlarıyla Bilgi Paylaşılabilir Mi?

Kolektif yatırım kuruluşlarının kural olarak ortaklık genel kurulu dışında (örneğin kişisel görüşmelerde) bilgi edinme hakları olmasa da söz konusu kuruluşlar kişisel görüşmeler esnasında ortaklık yöneticilerinden bilgi alabilmek için sorular soracaklardır. Öğretide, ortaklık yöneticilerinin ortaklığın çıkarına olması koşuluyla kişisel görüşmelerde pay sahiplerine bilgi verebilecekleri ifade edilmektedir¹⁰⁷⁸ (*voluntary disclosure of information/freiwillige Informationserteilung*). Bu durumla ilgili olarak genellikle çoğunluk pay sahipleri üzerinden örnek verilmektedir. Buna göre yönetim kurulu sermaye artırımını yapmayı planlıyorsa ortaklık genel kurul kararına ihtiyaç duyacaktır. Ortaklık genel kurulunda sermaye artırımına ilişkin toplantı ve karar nisabının sağlanması için çoğunluk pay sahiplerinin desteği gerekmektedir, yönetim kurulunun çoğunluk pay sahipleriyle yapacağı kişisel görüşmelerde sermaye artırımını yapmayı planladığını açıklayabileceği belirtilmektedir¹⁰⁷⁹. Eğer çoğunluk pay sahibi

¹⁰⁷⁷ Pay sahiplerinin genel kurulda cevaplandırılmak üzere, sorularını genel kurul öncesinde ortaklığa iletebileceği belirtilmektedir (*Kaya, Arslan: Özel Denetim İsteme Hakkının Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı ile İlişkisi*, Batider 2015, C. 31, S. 1, s. 64).

¹⁰⁷⁸ *Kalss, Susanne: Aktionärsinformation*, ZGR 2-3/2020, s. 223; *Herz*, s. 290; *Schaefer*, s. 901; *Arnold, Beteiligung von Investmentgesellschaften*, s. 312; *Hopt, Klaus: The Dialogue between the Chairman of the Board and Investors: The Practice in the UK, the Netherlands and Germany and the Future of the German Corporate Governance Code Under the New Chairman*, ECGI 2017, Working Paper No: 365/2017, s. 9.

¹⁰⁷⁹ *Fleischer*, *Investor Relations*, s. 521; *Faure*, s. 193; *Albath*, s. 189 ve 191; *Mosca*, s. 841. Öğretide sıklıkla verilen bu örneğin Türk hukukunda gerçekleşmesi düşük bir ihtimaldir. Zira kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş halka açık anonim ortaklıklarda sermaye artırımını yönetim kurulu kararıyla gerçekleştirdiğinden, ayrıca genel kurul kararı aranmamaktadır (bkz. TTK m. 456/2). Kayıtlı sermaye sistemini benimsememiş halka açık anonim ortaklıklar bakımından ise, esas sözleşmelerinde aksine hüküm yoksa TTK m. 418’de belirtilen olağan nisaplar sermaye artırımını kararı için yeterli

böyle bir öneriyi desteklemezse, yönetim kurulu sermaye artırımını konusunu genel kurul toplantı gündemine almaktan vazgeçmektedir.

Kişisel görüşmelerde çoğunluk pay sahiplerine ortaklık yöneticileri tarafından bilgi verilmesi karşısında öğretildeki bir görüş, pay sahiplerine bazı konularda önceden bilgi verilmesini yalnızca pay ve oy miktarıyla sınırlamanın doğru olmadığını ifade etmektedir. Ortaklıkla ilgili bilgilerin pay sahiplerine öncelikle açıklanmasındaki ölçüt pay sahiplerinin ortaklıktaki pay ve oy miktarı değil, ortaklığa sunabilecekleri bilgiler ve ortaklık yönetiminde oynayabilecekleri roller olmalıdır¹⁰⁸⁰. Nitekim pay sahipleri arasında farklı uygulamalara gidilebilmesinde objektif neden pay sahiplerinin ortaklıktaki pay miktarına değil, ortaklığın çıkarına dayanmaktadır¹⁰⁸¹ ve kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklığa bilgi sağlaması ve ortaklığın yönetiminde önemli roller üstlenmesi ortaklığın çıkarıdır. Gerçekten de ortaklık yöneticileri tıpkı uzmanlardan bilgi aldıkları gibi, piyasa ve sektör hakkında profesyonel kabul edilen kolektif yatırım kuruluşlarının bilgisine ve fikirlerine başvurabilmektedirler¹⁰⁸² (*Pilotfishing/PreSounding/Markttest*). Örneğin, hâkim ortaklığın yöneticileri bağlı ortaklığın halka arz edilmesini düşünmekteyse, bağlı ortaklığın halka arzının başarılı ve yararlı olup olmayacağı konusunu hâkim ortaklıkta pay sahibi olan kolektif yatırım kuruluşlarına kişisel görüşmeler esnasında danışabilmektedirler¹⁰⁸³.

Katılımcı pay sahipliğinin amacının ortaklıkların kurumsal yönetiminin iyileştirilmesi ve geliştirilmesi olduğu göz önüne alındığında, kolektif yatırım kuruluşlarının yatırım yaptıkları ortaklıklarda edinebilecekleri pay oranı -kanunen

görülmektedir (bkz. TTK m. 421/5-a). Dolayısıyla söz konusu örneği, Türk hukukunda ağırlaştırılmış nisapların arandığı genel kurul kararları (bkz. TTK m. 421/2 ve 3) için kabul etmek daha uygun olacaktır.

¹⁰⁸⁰ *Kalss*, Aktionärsinformation, s. 232; *Herz*, s. 290.

¹⁰⁸¹ *Bassler*, s. 394.

¹⁰⁸² *Kalss*, Aktionärsinformation, s. 232-233; *Herz*, s. 290 ve 294; *Bassler*, s. 277.

¹⁰⁸³ *Fleischer*, Investor Relations, s. 522.

belirlenmiş sınırlar nedeniyle- fazla olmasa da ortaklıkla ilgili bazı bilgilerin kolektif yatırım kuruluşlarına verilmesi ortaklığın çıkarına olabilecektir¹⁰⁸⁴. Zira kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklık yönetimine iletebileceği fikirlerin ve değerlendirmelerin niteliği, ortaklıkta sahip oldukları pay miktarından bağımsızdır. Nitekim ortaklık yöneticilerinin seçtikleri bilgileri bazı pay sahipleriyle paylaşması, esasen ortaklığın pay sahiplerinin ortaklığa sağlayabilecekleri avantajlardan yararlanma konusundaki çıkarına dayanmaktadır¹⁰⁸⁵.

Ayrıca öğretilde, yeterli bilgi düzeyi sağlamadan kolektif yatırım kuruluşlarını katılımcı pay sahipliğini gerçekleştirme yüküyle baş başa bırakmanın tutarsız olacağı¹⁰⁸⁶ ve halka açık anonim ortaklıkların yönetim kurullarının, kolektif yatırım kuruluşlarının katılımcı pay sahipliğindeki rollerini desteklemek amacıyla ortaklıkla ilgili bazı bilgileri pay sahibi olan kolektif yatırım kuruluşlarıyla öncelikle paylaşabilecekleri ifade edilmektedir¹⁰⁸⁷.

c- Kişisel Görüşmelerde Kolektif Yatırım Kuruluşlarına Bilgi Verilmesinin Eşit İşlem İlkesi Bakımından Değerlendirilmesi

Ortaklık yöneticilerinin kişisel görüşmelerde kolektif yatırım kuruluşlarıyla bilgi paylaşabilecekleri belirtildikten sonra, söz konusu durumun eşit işlem ilkesine aykırı olup olmadığını değerlendirebiliriz. Söz konusu değerlendirme, kişisel görüşmelerde paylaşılan bilginin yeni bir bilgi olup olmamasına bağlı olarak farklılaşmaktadır.

Ortaklık yöneticilerinin, kamuyu aydınlatma belgeleriyle önceden açıklamış oldukları bilgileri kişisel görüşmelerde tekrar açıklaması ve tartışması eşit işlem ilkesine

¹⁰⁸⁴ Herz, s. 289-290; Bassler, s. 393; Ringe, Stewardship, s. 99.

¹⁰⁸⁵ Herz, s. 290.

¹⁰⁸⁶ Herz, s. 290.

¹⁰⁸⁷ Herz, s. 291.

aykırı değildir¹⁰⁸⁸. Dolayısıyla, yeni olmayan bir bilginin kişisel görüşmelerde daha derinlemesine ve ayrıntılı olarak açıklanması eşit işlem ilkesine aykırılık oluşturmaz¹⁰⁸⁹. Ancak öğretide, daha evvel açıklanmış bir bilginin kişisel görüşmelerde detaylandırıldığı hâller için orantılılık ilkesine dikkat edilmesi gerektiği ifade edilmektedir¹⁰⁹⁰. Buna göre kişisel görüşmeye katılmayan pay sahiplerinin çıkarları da dikkate alınmalı ve kolektif yatırım kuruluşlarının kişisel görüşmeler aracılığıyla ortaklık yöneticilerinden sürekli bilgi alabildiği “imtiyazlı bilgi statüsü” yaratılmamalıdır¹⁰⁹¹.

Kişisel görüşmelerde yalnızca kamuya açıklanmış bilgilerin değerlendirilmesi görüşmelerin verimli geçmemesine neden olabilmektedir. Gerçekten de kolektif yatırım kuruluşları, ortaklık yöneticileriyle kişisel görüşme gerçekleştirmeden önce ortaklığın kamuya açıkladığı bilgileri analiz ettikleri için söz konusu bilgilere esasen hâkimdirler¹⁰⁹². Kişisel görüşmelerde bu bilgilerin konuşulması kolektif yatırım kuruluşları için tekrardan öteye geçmeyecek ve ek bilgilere ihtiyaç duyulacaktır. Diğer bir ifadeyle, kolektif yatırım kuruluşlarının etkin bir şekilde ortaklık yönetimine katılabilmeleri için kamuya açıklanmış bilgilerden daha fazlasına ihtiyaçları vardır¹⁰⁹³. Bu durum karşısında kişisel görüşmelerde kamuya açıklanmış bilgilere ek olarak başka

¹⁰⁸⁸ Schockenhoff/Culmann, s. 300.

¹⁰⁸⁹ Böckli, Aktienrecht, s. 1565, Rn. 752; Schmolke, s. 731. Nitekim 2020 tarihli Japon Gözetim Kodu m. 4.6'da ve G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin III.A ilkesinde kolektif yatırım kuruluşlarıyla yapılan kişisel görüşmelerde daha önceden kamuya açıklanmış bilgilerin paylaşılabileceği, henüz kamuya açıklanmamış bilgilerin ise paylaşılamayacağı açıkça ifade edilmektedir. Keza Kurumsal Yönetim için İsviçre En İyi Uygulama Kodu'nda yönetim kurulunun ortaklık genel kurulu dışında pay sahiplerine bilgi verirken eşit işlem ilkesine ve kamuyu aydınlatma düzenlemelerine dikkat edeceği belirtilmiştir (bkz. agd, 8. İlke). Türk hukukunda (SYİ'de ve KYT'de) ise benzer bir düzenleme bulunmamaktadır.

¹⁰⁹⁰ Daeniker/Dettwiler, s. 27; Akdağ Güney, Eşitlik İlkesi, s. 122.

¹⁰⁹¹ Böckli, Aktienrecht, s. 1565, Rn. 753; Herz, s. 291; Leyens, Aktionärsinformation, s. 579; Koch, Jens: Investorengespräche des Aufsichtsrats, AG 5/2017, s. 138.

¹⁰⁹² Schockenhoff/Culmann, s. 303.

¹⁰⁹³ Faure, s. 192; Fleischer/Strothotte, s. 227.

bilgilerin paylaşılmasının (*selective disclosure of information/selective Informationsweitergabe*) eşit işlem ilkesine aykırı olup olmadığı değerlendirilmelidir.

Öğretide ortaklığın çıkarına olması hâlinde bazı bilgilerin kişisel görüşmelerde kolektif yatırım kuruluşlarıyla paylaşılmasının eşit işlem ilkesine aykırı olmadığı kabul edilse¹⁰⁹⁴ de bu konudaki tartışma esasen eşit işlem ilkesinin bir uzantısı olan TTK m. 437/2 hükmü üzerinde yoğunlaşmaktadır¹⁰⁹⁵. Kanun koyucu, pay sahipleri arasındaki dengenin korunması ve eşit işleme uygunluğu sağlamak amacıyla, pay sahiplerinden herhangi birine bu sıfatı dolayısıyla genel kurul dışında (örneğin kişisel görüşmelerde) bir konuda bilgi verilmişse, diğer bir pay sahibinin istemde bulunması üzerine, aynı bilginin, gündemle ilgili olmasa da aynı kapsam ve ayrıntıda verileceği düzenlemiştir (TTK m. 437/2). Hükmün devamında yönetim kurulunun, diğer pay sahiplerinin bilgi edinme talebini ortaklık sırrının açıklanacağı veya ortaklık menfaatinin tehlikeye gireceği gerekçesiyle reddedemeyeceği belirtilerek, bütün pay sahiplerinin söz konusu bilgiye erişmesi amaçlanmıştır. Kanun koyucu bu hükümle ortaklık genel kurulu dışında pay sahibiyle bilgi paylaşılmasına açıkça izin vermese¹⁰⁹⁶ de bu ihtimali göz önüne alarak böyle bir düzenleme öngörmüştür.

Öğretideki bir görüş, ortaklık yöneticilerinin ortaklığın çıkarı nedeniyle kişisel görüşmelerde bazı pay sahipleriyle bilgi paylaştıkları hâllerde, diğer pay sahiplerinin TTK m. 437/2 hükmünden yararlanamayacaklarını, başka bir deyişle bilginin kendileriyle tekrar paylaşılması hakkından faydalanamayacaklarını ifade etmektedir¹⁰⁹⁷. Bu durum

¹⁰⁹⁴ Arnold, Beteiligung von Investmentgesellschaften, s. 312; Schaefer, s. 901.

¹⁰⁹⁵ Poelzig, Dörte: *Grosskommentar zum Aktienrecht* (Hrsg. Stilz, Eberhard/Veil, Rüdiger), München: Verlag Carl Heinrich Beck, 01.10.2024, § 131 Rn. 242.

¹⁰⁹⁶ Söz konusu hüküm kişisel görüşmelerde pay sahipleriyle bilgi paylaşılmasına ne izin vermekte ne de yasaklamaktadır [Schaefer, s. 901; Dural, Halil Ali: *Anonim Şirket Pay Sahibinin Genel Kurul Dışında Talep Ettiği Bilginin Genel Kurul Dışında Verilmesinin Sonuçları*, Sermaye Şirketleri Hukukunda Güncel Gelişmeler Sempozyumu (Tebliğler-Tartışmalar) 19 Haziran 2019 (Ed. Alışkan, Murat/Mersin, Bilge Utkan/Sarıkaya, Sinan), İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2020, s. 274].

¹⁰⁹⁷ Faure, s. 192-193; Fleischer, Investor Relations, s. 520; Verse, Dirk: *Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2006, s. 510 vd.

etkin eşit olmayan işlem (*efficient discriminatory treatment/effiziente Ungleichbehandlung*) olarak adlandırılmaktadır¹⁰⁹⁸. Buna göre kişisel görüşmelere katılmayan pay sahipleri başlangıçta bilgisel bir eksiklik (dezavantaj) yaşamaktadırlar, ancak söz konusu eksiklik ortaklığın uzun vadeli olumlu gelişimiyle dengelenmektedir¹⁰⁹⁹. Zira ortaklık yöneticileri seçtikleri bilgileri ortaklığın çıkarına hizmet edeceği düşüncesiyle bazı pay sahipleriyle paylaşmaktadırlar¹¹⁰⁰ ve bu bilgiler pay sahiplerine avantaj sağlayacak nitelikte olamayacağı için¹¹⁰¹, TTK m. 437/2 hükmünün uygulanması suretiyle söz konusu bilgilerin diğer pay sahiplerine iletilmesi gerekmemektedir¹¹⁰². Esasen bu görüş, TTK m. 357/1'deki nispi eşitlik esasının TTK m. 437/2 hükmünde uygulanabileceğini ve bu yüzden diğer pay sahiplerinin bilginin tekrar paylaşılmasını talep edemeyeceklerini kabul etmektedir¹¹⁰³.

Buna karşılık bizim de katıldığımız diğer görüşe göre ise anonim ortaklıklarda oransallık ilkesinin uygulanmadığı haklarda eşit işlem ilkesi pay sahiplerinin tamamına mutlak biçimde uygulanmalıdır¹¹⁰⁴. Dolayısıyla, kişisel görüşmelerde paylaşılan bilgiler

¹⁰⁹⁸ Herz, s. 288; Fleischer, Investor Relations, s. 523; Hofstetter, Karl: *Die Gleichbehandlung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften*, SZW 1996, s. 227.

¹⁰⁹⁹ Herz, s. 288; Fleischer, Investor Relations, s. 523.

¹¹⁰⁰ Herz, s. 290.

¹¹⁰¹ Örneğin, içsel bilgilerin açıklanması özel kurallara tabi olduğu için, kişisel görüşmeler esnasında kolektif yatırım kuruluşlarına açıklanacak bilgiler bu eşğin altında kalan bilgilerdir (Fleischer, Investor Relations, s. 512; Böckli, Aktienrecht, s. 1565, Rn. 752). Kamuyu aydınlatmanın kişisel görüşmelerde paylaşılacak bilgiler üzerindeki etkisi hakkında bkz. Dördüncü Bölüm, IV, C.

¹¹⁰² Bassler, s. 297, 301 ve 395; Wurm, s. 88; Alvaro/Maugeri/Strampelli, s. 50; Hofstetter, s. 227.

¹¹⁰³ Daeniker, Daniel/Dettwiler, Emanuel: *Selektive Information von Grossaktionären*, Kommunikation (Hrsg. Sethe, Rolf/Heinemann, Andreas/Hilty, Reto/Nobel, Peter/Zäch, Roger), Bern: Stämpfli Verlag AG, 2011, s. 26; Seibt/Danwerth, s. 373; Hofstetter, s. 227.

¹¹⁰⁴ Bkz. Dördüncü Bölüm, III, A.

diğer pay sahiplerinin talebi üzerine¹¹⁰⁵ onlarla da paylaşılmalıdır¹¹⁰⁶. Böylelikle pay sahipleri arasında eşitlik sağlanacaktır (TTK m. 437/2). Zira anılan hükmün amacı pay sahipleri arasında bilgi asimetrisini engelleyerek, pay sahiplerinin bilgi alması konusunda mutlak eşitliği sağlamaktır¹¹⁰⁷. Kanun koyucu, ortaklık genel kurulu dışında pay sahiplerine bilgi verilmesi olasılığını dikkate alarak ortaklık yöneticilerine bu durumu telafi etme imkânı tanımaktadır¹¹⁰⁸.

Ayrıca TTK m. 437/2 hükmünün lafzından birinci görüşü destekleyecek bir anlam da çıkmamaktadır¹¹⁰⁹. Gerçekten de ortaklık genel kurulu dışında paylaşılan bilginin diğer pay sahiplerinin talebi üzerine onlarla da paylaşılabilmesi için TTK m. 437/2’de herhangi bir özel koşul belirtilmemiştir. Kişisel görüşmelerde açıklanan bilginin görüşmeye katılan pay sahibine avantaj sağlaması veya pay sahibinin büyük oranda paya sahip olması diğer pay sahiplerinin o bilgiyi talep edebilmesi veya edememesi için bir ön koşul değildir. Bu yüzden TTK m. 437/2 hükmü pay sahipleri arasında herhangi bir ayırım yapılmadan uygulanmalıdır¹¹¹⁰.

¹¹⁰⁵ Belirtmek gerekir ki İsviçre hukukunda, ortaklık yöneticilerinin önceden bazı pay sahiplerine ortaklığın işleriyle ilgili bilgi vermeleri durumunda, söz konusu bilgileri herhangi bir talep beklemeden en geç bir sonraki genel kurul toplantısında pay sahiplerinin incelemesine sunacağı düzenlenmiştir (bkz. OR m. 697/3). Keza bazı kurumsal yönetim düzenlemelerinde de ortaklık yöneticilerinin genel kurul dışında çeşitli toplantılarda ortaklıkla ilgili bilgi paylaşımları durumunda, herhangi bir talep beklemeden aynı bilgileri pay sahipleriyle gecikmeksizin paylaşması düzenlenmektedir (bkz. DCGK 22. İlke, F.1; Hollanda Kurumsal Yönetim Kodu, m. 4.2.3; ÖCGK p. 74 ve 75). Buna karşılık, Türk hukukunda KYİ ve SYİ’de benzer bir düzenleme bulunmamakla birlikte, yalnızca ÖDT m. 17/2’de yatırımcı bilgilendirme toplantıları veya basın toplantılarında açıklanan sunum ve raporlara ne şekilde ulaşılabileceğinin bilgilendirme politikası içerisinde yer verilmesi öngörülmüştür.

¹¹⁰⁶ Yıldız, s. 176; Bilgili, Fatih/Gürbüz Gökberk, İdil Nur: *Anonim Şirketlerde Eşit İşlem İlkesi Çerçevesinde Bilgi Alma Hakkı*, Prof. Dr. Hasan Pulaşlı’ya Armağan, C. 1, Ankara: Adalet Yayınevi, 2023, s. 210; Dinç Doğan, s. 164-165.

¹¹⁰⁷ Tekinalp, Ünal: *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, B. 4, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015, s. 377; Bassler, s. 394; Fleischer/Strothotte, s. 227; Hirt/Hopt/Mattheus, s. 737; Fortsmoser, Informations- und Meinungsäusserungsrechte des Aktionärs, s. 107; Fleischer, Investor Relations, s. 520; Herz, s. 287; Koch, J., Aktiengesetz, § 131 Rn. 103; Poelzig, § 131 Rn. 239; Leyens, Aktionärsinformation, s. 576.

¹¹⁰⁸ Herz, s. 287.

¹¹⁰⁹ Poelzig, § 131 Rn. 242.

¹¹¹⁰ Fleischer, Investor Relations, s. 525; Poelzig, § 131 Rn. 242 ve 254.

IV. ORTAKLIK YÖNETİCİLERİNİN KİŞİSEL GÖRÜŞMELERDE PAYLAŞACAKLARI BİLGİNİN NİTELİĞİNDEN KAYNAKLANABİLECEK SINIRLAR

A- Giriş

Yukarıda, ortaklık yöneticilerinin kişisel görüşmelerde ortaklık çıkarının gerektirdiği hâllerde kolektif yatırım kuruluşlarıyla ortaklıkla ilgili bilgileri paylaşabileceklerini ve bu bilgilerin diğer pay sahiplerinin talebi üzerine sonradan onlarla da paylaşılması hâlinde eşit işlem ilkesine aykırılık oluşmayacağını belirttik. Ancak bu durum ortaklıkla ilgili her bilginin kişisel görüşmelerde açıklanabileceği anlamına gelmemektedir. Zira ortaklık yöneticilerinin kişisel görüşmelerde pay sahiplerine aktarabilecekleri bilgileri sınırlayan hükümler bulunmaktadır.

Bu başlık altında ortaklık yöneticilerinin, ortaklık sırrı niteliğinde olan bilgileri veya kamuyu aydınlatma düzenlemeleri kapsamında kalan bilgileri kişisel görüşmelerde paylaşıp paylaşamayacakları incelenecektir. Böylelikle ortaklık yöneticilerinin kişisel görüşmelerde paylaşabilecekleri bilgilerin esasen ne kadar sınırlı olduğu izah edilecektir. Kanaatimizce aşağıda yapılacak olan açıklamalar, ortaklık yöneticilerinin kişisel görüşmelerde kolektif yatırım kuruluşlarına bilgi vermelerinin eşit işlem ilkesine uygunluğu konusunda yukarıda yaptığımız açıklamaları tamamlayacak ve kişisel görüşmelerde bilgi paylaşılmasına ilişkin genel resmin bir bütün olarak gözlenmesine yardımcı olacaktır.

B- Bilginin Ortaklık Sırrı Niteliğinde Olması

1. Ortaklık Sırrı Kavramı

Ortaklık sırrı kavramı TTK'da tanımlanmamıştır. Bunun nedeni, kanun koyucunun dar veya geniş bir tanımla uygulamayı dondurmama veya genişletmeme

isteğidir¹¹¹¹. Ortaklık sırrı rakip ortaklığın bilmediği, öğrenmemesi gereken, ortaklığın zararına kullanabileceği, elde etmek için çalıştığı, peşinde olabileceği bilgidir¹¹¹².

Öğretide, ortaklığın müşteri bilgileri, ortaklıkla sözleşmesel ilişki içinde bulunan taraflara ve ortaklığın stratejisine ilişkin bilgiler, piyasaya arz edilen ürünlerin marj bilgileri, üretim süreçlerinin özellikleri, satış bilgileri, ortaklık üst yönetiminin güçlü ve zayıf yönlerine ilişkin değerlendirmeler, finansal planlar, yatırım planları, buluşlar, önemli nitelikteki çalışanlar hakkındaki kararlar ortaklık sırrına örnek olarak gösterilmektedir¹¹¹³.

2. Ortaklık Sırrının Pay Sahiplerinin Bilgi Alma Hakkı Üzerindeki Etkisi

Ortaklık yöneticileri, pay sahipleri tarafından bilgi talep edildiğinde konunun önem derecesi veya pay sahibinin sahip olduğu pay miktarı bakımından herhangi bir ayırım yapmadan pay sahiplerine ilgili konuyla ilgili bilgi vermektedirler. Bilgi verilmesi talebi, ortaklık sırlarının açıklanacağı gerekçesiyle reddedilebilmektedir (TTK m. 437/3).

Ortaklığın rakipleri aynı zamanda ortaklıkta pay sahibi olabileceğinden¹¹¹⁴ ve pay sahiplerinin anonim ortaklığa karşı bağlılık yükümlülüğü bulunmadığından¹¹¹⁵, ortaklık yöneticileri bilgi verildiği takdirde ortaklık sırrının açıklanacağı gerekçesiyle pay

¹¹¹¹ Bkz. TTK m. 437/3'ün gerekçesi. Ayrıca bkz. TTK m. 442/1'in ve 613/1'in gerekçeleri. Denetçilerin sır saklamadan doğan sorumluluğuna ilişkin hükümde, ortaklığın sırrı kavramı yerine iş ve işletme sırrı kavramı kullanılmaktadır (bkz. TTK m. 404/1). Keza haksız rekabete ilişkin bir hükümde üretim ve iş sırrından bahsedilmektedir (bkz. TTK m. 55/1-b-3). Benzer şekilde KYİ'de ticari sır kavramı kullanılmaktadır (bkz. KYİ m. 1.3.5 ve 3.4.4). Kanun koyucunun ortaklık sırrı kavramını tanımlamamasının nedenlerinden biri de esasen sır kavramının mevzuatta farklı varsayımlara dayalı olarak ortaklık sırrı, ticari sır, iş ve işletme sırrı, üretim sırrı gibi adlarla kullanılmasıdır [*Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)*, Ortaklıklar Hukuku I, s. 62].

¹¹¹² Bkz. TTK m. 437/3'ün gerekçesi.

¹¹¹³ *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, s. 379; *Böckli*, Aktienrecht, s. 1124, Rn. 271; *Fleischer*, Grosskommentar, § 93 Rn. 206; *Bassler*, s. 235; *Hölter*, Wolfgang: *Aktiengesetz Kommentar* (Hrsg. *Hölter*, Wolfgang/*Weber*, Markus), Aufl. 4, München: Verlag Carl Heinrich Beck/Vahlen, 2022, § 93 Rn. 118.

¹¹¹⁴ Bkz. TTK m. 437/3'ün gerekçesi.

¹¹¹⁵ Buna karşılık limited ortaklıklarda, ortakların ortaklık sırrını korumakla yükümlü oldukları açıkça belirtilmektedir (bkz. TTK m. 613/1).

sahiplerinin bilgi talebini reddedebilmektedirler¹¹¹⁶. Ortaklık genel kurullarında pay sahiplerinin bilgi edinmesini sınırlayan bu kural genel kurul dışında pay sahipleriyle yapılacak kişisel görüşmeler bakımından da geçerlidir¹¹¹⁷.

3. Ortaklık Sırrının Kişisel Görüşmelerde Açıklanabileceği Hâller

Ortaklık sırrının korunması mutlak değildir¹¹¹⁸. Ortaklık yöneticilerinin yanı sıra özel denetçiler, mahkemeler, avukatlar, bağımsız denetçiler, SPKı tarafından denetimle görevlendirilen meslek personeli, vergi memurları görevleri gereği ortaklık sırlarına erişebilmektedirler¹¹¹⁹ (TTK m. 401, 404/1 ve 442/1-2; SPKn m. 88/1 ve 90/1; VUK m. 5/I). Ancak pay sahipleri, bahsedilen kişilerin aksine ortaklıkla ilgili herhangi bir görevi icra etmemektedirler. Bu yüzden pay sahiplerinin ortaklık sırrına erişmesi kural olarak mümkün değildir.

Öğretide ortaklığın sırrının korunmasının nihai bir amaç olmadığı, ortaklığın çıkarına hizmet ettiği sürece pay sahiplerine, çalışanlara veya danışmanlara da açıklanabileceği belirtilmektedir¹¹²⁰. Esasen ortaklık sırrı, mutlak ortaklık sırrı ve nispi ortaklık sırrı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Mutlak ortaklık sırrı kanun hükmünden veya ortaklığın üçüncü kişilerle yaptığı sözleşmelerden doğmaktadır. Ortaklığın tasarruf alanı dışında kaldığı için mutlak ortaklık sırrı açıklanamamaktadır. Zira ortaklık söz konusu sırrın sahibi değil, taşıyıcısıdır. Nispi ortaklık sırrı ise mutlak ortaklık sırrı

¹¹¹⁶ Böckli, Aktienrecht, s. 1124, Rn. 270. Ortaklık sırrı özellikle ortaklığın rekabet gücü ve itibarı bakımından önem arz etmektedir (Fleischer, Grosskommentar, § 93 Rn. 200; von der Crone, s. 384, Rn. 803).

¹¹¹⁷ Böckli, Aktienrecht, s. 1126, Rn. 276; von der Crone, s. 388, Rn. 810.

¹¹¹⁸ Arnold, Beteiligung von Investmentgesellschaften, s. 312.

¹¹¹⁹ Fleischer, Grosskommentar, § 93 Rn. 209; Hölters, § 93 Rn. 125; Koch, J., Aktiengesetz, § 93 Rn. 65.

¹¹²⁰ Fleischer, Grosskommentar, § 93 Rn. 211; Koch, J., Aktiengesetz, § 93 Rn. 66; Spindler, § 93 Rn. 164-166; Albath, s. 189; Leyens, Aktionärsinformation, s. 578; Hopt, The Dialogue between the Chairman of the Board and Investors, s. 8; Akdağ Güney, Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı, s. 53; Brückner, s. 187.

kapsamı dışında kalan ve ortaklığın çıkarı nedeniyle gizli kalması gereken sırdır¹¹²¹. Öğretide, pay sahipleriyle, çalışanlarla veya danışmanlarla paylaşılabilmesi ifade edilen sır, nispi ortaklık sırrıdır. Ortaklık sırrının anılan kişilerle paylaşılması için aranan koşul ortaklık sırrının paylaşılmasının, paylaşılmamasına kıyasla ortaklığın çıkarına daha fazla yararlı olmasıdır¹¹²². Nitekim TTK m. 437/3 hükmündeki ifade, sırların açıklanmasını mutlak bir şekilde yasaklamamakta, yalnızca yönetim kurulunun pay sahiplerine bilgi vermekten kaçınabileceği bir durumu izah etmektedir¹¹²³.

Ortaklık sırrının pay sahiplerine açıklanması, öğretide genellikle çoğunluk pay sahipleri bakımından değerlendirilmektedir¹¹²⁴. Bununla birlikte ortaklık yöneticileri, kolektif yatırım kuruluşlarıyla yaptıkları kişisel görüşmelerde de ortaklık sırrını paylaşmaya ihtiyaç duyabilmektedirler. Örneğin, kolektif yatırım kuruluşları kişisel görüşmelerde kamuya açıklanmış bilgilerde bazı eksikliklerin, yanlışların veya usulsüzlüklerin olduğunu dile getirerek daha ayrıntılı bilgi verilmesini isteyebilirler¹¹²⁵. Böyle bir durumda, yönetim kurulu kolektif yatırım kuruluşunun talebini ortaklığın çıkarı bakımından değerlendirmelidir¹¹²⁶. Kolektif yatırım kuruluşu kamuya açıklanmış bilgileri yanlış değerlendirmiş olabilir ve ortaklık yöneticilerinin bunu düzeltebilmesi için

¹¹²¹ Akdağ Güney, Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı, s. 52-53; Pulaşlı, C. III, s. 2298; Seyman, s. 2487-2488; Turanboy, Asuman: *Ticarî Sır*, Prof. Dr. Tuğrul Ansay'a Armağan, Ankara: Turhan Kitabevi, 2006, s. 361.

¹¹²² Fleischer, Grosskommentar, § 93 Rn. 211; Faure, s. 189; Grigoleit, § 93 Rn. 79; Spindler, § 93 Rn. 164; Link, s. 919; Wurm, s. 102; Bassler, s. 246, 263 ve 393; Hölters, § 93 Rn. 124; Schilha/Theusinger, s. 524.

¹¹²³ Yöneticilerin, ortaklık sırrını pay sahiplerine açıklamaması esasen yöneticilerin bağlılık yükümlülüğünden kaynaklanmaktadır (Fleischer, Grosskommentar, § 93 Rn. 200; Spindler, § 93 Rn. 142; Bassler, s. 235; Koch, J., Aktiengesetz, § 93 Rn. 62). Gerçekten de ortaklığa ilişkin bazı bilgilerin sır olarak nitelendirilerek kamuya açıklanmamasının altında yatan neden ortaklığın çıkarının korunmasıdır. Ortaklık yöneticilerinin bağlılık yükümlülüğü de ortaklığın çıkarının gözetilmesini (bkz. TTK m. 369/1) ve dolayısıyla ortaklık sırrının korunmasını kapsamaktadır. Bu yüzden, ortaklık sırrının açıklanması sonucunda ortaklık bir zarara uğrarsa, yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğu (bkz. TTK m. 553/1) ve haklı sebeple görevden alınmaları (bkz. TTK m. 364/1) gündeme gelecektir (Fleischer, Grosskommentar, § 93 Rn. 214, Hölters, § 93 Rn. 134; Koch, J., Aktiengesetz, § 93 Rn. 70; Gürbüz Usluel, Aslı: *Türk Özel Hukukunda Özellikle Anonim Şirketlerde Ticarî Sırrın Korunması*, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009, s. 183-186).

¹¹²⁴ Fleischer, Grosskommentar, § 93 Rn. 211; Faure, s. 189.

¹¹²⁵ Schockenhoff/Culmann, s. 303.

¹¹²⁶ Schockenhoff/Culmann, s. 304.

konu hakkında ortaklık sırrını da kapsayacak şekilde ayrıntılı bilgi vermeleri gerekebilir¹¹²⁷. Yöneticilerin sorun büyümeden kolektif yatırım kuruluşuna açıklama yapması ortaklığın çıkarına olacaktır¹¹²⁸. Aksi hâlde kolektif yatırım kuruluşları eksiklik, yanlışlık veya usulsüzlük olduğunu düşündükleri konuları diğer pay sahipleriyle ve kamuyla paylaştıklarında söz konusu problem ortaklık için daha da büyüyebilecektir¹¹²⁹.

Keza kolektif yatırım kuruluşları kişisel görüşmelerde ortaklık yönetiminin aldığı veya almadığı bazı tedbirlerin gerekçelerini öğrenmek isteyebilirler¹¹³⁰. Yönetim kurulunun kendini daha iyi açıklayabilmesi için ortaklık sırrını paylaşması gerekebilir ve bu bilgilerin verilmesi kolektif yatırım kuruluşlarıyla ve diğer pay sahipleriyle anlaşmazlıkların doğmasını engelleyerek ortaklığın çıkarına hizmet edebilmektedir¹¹³¹. Kolektif yatırım kuruluşları diğer pay sahipleriyle iş birliği yapabildikleri için, yönetim kurulunun kolektif yatırım kuruluşlarına bilgi vermesi diğer pay sahipleriyle ilişkiler bakımından da ortaklığın çıkarına olacaktır¹¹³². Zira kolektif yatırım kuruluşları, edindikleri bilgi neticesinde ikna olurlarsa diğer pay sahiplerinin yönetime ve ortaklığa karşı tutumunu yumuşatabilmektedirler.

Benzer şekilde kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklık faaliyetlerini iyileştirme önerilerinin konuşulduğu hâllerde de ortaklığa ilişkin sırların kolektif yatırım kuruluşlarına verilebileceği ifade edilmektedir¹¹³³. Gerçekten de bünyesinde profesyonelleri çalıştıran kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklık yönetimine sunacağı teklif ve önerilerle ortaklık faaliyetlerini destekleyebilmesi için öncelikle konuyu derinlemesine analiz etmelidirler. Bir analizin ayrıntılı bir şekilde yapılabilmesi için

¹¹²⁷ *Schilha/Theusinger*, s. 524.

¹¹²⁸ *Schockenhoff/Culmann*, s. 304; *Link*, s. 919; *Schilha/Theusinger*, s. 524.

¹¹²⁹ *Link*, s. 920; *Brückner*, s. 188.

¹¹³⁰ *Link*, s. 918.

¹¹³¹ *Link*, s. 918.

¹¹³² *Link*, s. 920.

¹¹³³ *Schockenhoff/Culmann*, s. 304.

kolektif yatırım kuruluşlarına ortaklık sırrının verilmesi ortaklığın çıkarına hizmet edebilmektedir¹¹³⁴.

Ortaklık yöneticileri, kişisel görüşmeler esnasında ortaklık sırrını kolektif yatırım kuruluşlarıyla paylaşırlarsa, aktarılan bilgilerin kolektif yatırım kuruluşlarınca kötüye kullanılması ihtimalini göz önünde bulundurmalarıdır¹¹³⁵. Bu durum karşısında öğretide ortaklık ve kolektif yatırım kuruluşları arasında bir gizlilik sözleşmesi yapılması gerektiği belirtilmektedir¹¹³⁶. Zira kolektif yatırım kuruluşları denetçiler, hakimler, avukatlar, vergi memurları gibi kanunen sır saklamakla yükümlü değildirler¹¹³⁷.

Ayrıca ortaklık ile ortaklıkta pay sahibi olan kolektif yatırım kuruluşu arasında akdedilen gizlilik sözleşmesi, diğer pay sahiplerinin ortaklık sırlarına erişmesini önlememektedir. Zira TTK m. 437/2’de, pay sahiplerinden herhangi birine (örneğin kolektif yatırım kuruluşuna) pay sahipliği sıfatı dolayısıyla genel kurul dışında bir konuda bilgi verilmişse, diğer pay sahibinin istemde bulunması üzerine, aynı bilginin, gündemle ilgili olmasa da aynı kapsam ve ayrıntıda verileceği ve bilginin paylaşılması talebinin istenilen bilgi verildiği takdirde ortaklığın sırlarının açıklanacağı gerekçesiyle reddedilemeyeceği düzenlenmiştir. Bu durumda kişisel görüşmelerde ortaklık sırrı açıklanırken, ortaklık rakiplerinin de içerisinde bulunabileceği diğer pay sahiplerinin söz konusu bilgiyi edinebilecekleri göz önünde bulundurulmalıdır¹¹³⁸. Nitekim TTK m. 437/2 hükmünün konuluş amacı esasen ortaklık yöneticilerinin bazı pay sahiplerine ortaklık sırlarının da içerisinde bulunduğu gizli bilgileri vermelerini engellemektir¹¹³⁹.

¹¹³⁴ *Link*, s. 920.

¹¹³⁵ *Schockenhoff/Culmann*, s. 304.

¹¹³⁶ *Schockenhoff/Culmann*, s. 304; *Hölter*, § 93 Rn. 124.

¹¹³⁷ Kolektif yatırım kuruluşlarının kanundan kaynaklanan sır saklama yükümlülükleri, yalnızca anılan kuruluşların hizmet verdiği kişiler hakkında öğrendikleri sırları kapsamaktadır (bkz. PortYönST m. 23/1).

¹¹³⁸ *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, s. 377.

¹¹³⁹ *Poelzig*, § 131 Rn. 239; *Leyens*, Aktionärsinformation, s. 576.

Son olarak belirtmek gerekir ki ortaklık sırrının kişisel görüşmelerde kolektif yatırım kuruluşlarına açıklanması yönetim kurulunun takdirindedir¹¹⁴⁰. Kurul, ortaklık sırrının kişisel görüşmelerde kolektif yatırım kuruluşlarına açıklanıp açıklanmamasının ortaklığın çıkarı üzerindeki etkilerini değerlendirmeli ve bu değerlendirmeler sonucunda ortaklık sırrının kişisel görüşmelerde açıklanmasına karar verilmişse, kişisel görüşmelerde paylaşılabilecek bilgiler yönetim kurulu kararında belirtilmelidir¹¹⁴¹. Buna karşılık, yönetim kurulu kolektif yatırım kuruluşlarına karşı sürekli bir bilgi sağlama yükümlülüğü altına girecek biçimde karar almamalıdır. Zira yönetim kurulu henüz sahip olmadığı bilgileri açıklamak üzere nihai bir karar veremez¹¹⁴². Ayrıca TTK m. 360/1 uyarınca kolektif yatırım kuruluşlarına ortaklık yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınır ve onların önerdiği üçüncü kişi yönetim kurulu üyesi seçilirse¹¹⁴³, bu kişi de sır saklama yükümlülüğüne tabi olacak ve ortaklık yönetim kurulunda karar alınmadığı sürece, yönetim kurulu üyesi olmasından dolayı -görevi gereği- edindiği ortaklık sırrı niteliğindeki bilgileri kolektif yatırım kuruluşlarıyla paylaşamayacaktır¹¹⁴⁴.

¹¹⁴⁰ *Schockenhoff/Culmann*, s. 304; *Link*, s. 919; *Schilha/Theusinger*, s. 524; *Bassler*, s. 235; *Hopt*, The Dialogue between the Chairman of the Board and Investors, s. 8; *Brückner*, s. 187. Buna karşılık öğretideki bir görüş, ortaklık sırrının açıklanmasına ilişkin yetkinin genel kurulda olduğunu belirtmektedir (*Aytaç*, İbra, s. 80; *Seyman*, s. 2488). Ancak TTK m. 374/1 ve 408/1 hükümleri gereği söz konusu yetkinin kural olarak yönetim kurulunda olduğu görüşünü desteklemekteyiz. Ayrıca sırrın açıklanıp açıklanmamasına ilişkin kararın ortaklık genel kuruluna bırakılması, aslında sırrın genel kurulda açıklanmasını gerektirecektir. Zira ortaklık genel kurulunda bu konuya ilişkin bir karar alınabilmesi için öncelikle hangi bilginin açıklanıp açıklanamayacağını genel kurulda müzakere edilmesi gerekmektedir ve bu durum, sırrın genel kurula katılan bütün pay sahiplerine karar alınmadan önce açıklanması sonucunu doğurmaktadır. Dolayısıyla, işin niteliği gereği ortaklık sırrının açıklanması yetkisinin yönetim kurulunda olduğunu düşünmekteyiz. Keza öğretide genel kurula ve yönetim kuruluna kanunen açıkça yetki verilmeyen konularda hangi organın yetkili olduğunun belirlenmesinde işin niteliğinin sorgulanması gerektiği ifade edilmektedir (*Keskin*, Harun: *Anonim Şirket Genel Kurulu ile Yönetim Kurulu Arasındaki İlişkinin Tarihsel Süreçte Geçirdiği Değişim ve Organların Yetkilerine Genel Bir Bakış*, Batider 2018, C. 34, S. 3, s. 269).

¹¹⁴¹ *Schockenhoff/Culmann*, s. 303-304; *Schilha/Theusinger*, s. 524; *Koch*, J., *Investorengespräche*, s. 139.

¹¹⁴² *Schockenhoff/Culmann*, s. 303-304.

¹¹⁴³ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, c, viii, cc.

¹¹⁴⁴ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, s. 315, Rn. 162.

C- Bilginin Kamuyu Aydınlatma Düzenlemeleri Kapsamında Olması

1. Kamuyu Aydınlatmanın Pay Sahiplerinin Bilgi Alma Hakkı Üzerindeki Etkisi

Sermaye piyasasında yapılan işlemlerin anonim bir piyasada gerçekleşmesi, sözleşme öncesinde tarafların birbirilerini tanımamaları ve dolayısıyla bilgilendirme imkânından yoksun olmaları önemli bilgilerin karşı taraftan talep gelmeden, eş zamanda, belirli bir yerden yatırımcılara duyurulmasını zorunlu kılmaktadır¹¹⁴⁵. Bilgi, mevzuatta belirlenen özelliklere sahipse, olduğu anda, mevzuatta belirlenen şekil ve yöntemlerle kamuya açıklanmaktadır¹¹⁴⁶. Gerçekten de halka açık anonim ortaklıkların açıklayacakları bilgilerin ilgili olduğu kişiler sınırlı sayıda olmadığı için, söz konusu bilgilerin medyada, ortaklık genel kurulunda veya basın toplantısında duyurulması yeterli görülmemekte, bu yüzden bilgi mevzuatta belirtilen yer ve şekilde kamuya açıklanmaktadır¹¹⁴⁷. Nitekim halka açık anonim ortaklıklar tarafından yapılacak özel durum açıklamalarının bilgiye hızlı erişimi sağlayacak ve yatırımcılar arasında eşit işlem ilkesine aykırılık teşkil etmeyecek şekilde yerine getirileceği ve yapılacak açıklamaların yatırımcıların karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde, zamanında, doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli olması gerektiği belirtilmiştir (ÖDT m. 23/5 ve 24/1).

Kamuyu aydınlatma, yatırımcının nitelikli bilgiye eş zamanda ulaşmasını sağlamayı hedeflediği için, ortaklık yöneticilerinin kolektif yatırım kuruluşlarıyla yapacakları kişisel görüşmelerde paylaşabilecekleri bilgiler kamuyu aydınlatma düzenlemelerinde öngörülen hükümlerle sınırlanmaktadır¹¹⁴⁸. Diğer bir ifadeyle, sermaye

¹¹⁴⁵ *Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 188; *Brinckmann*, s. 281; *Mosca*, s. 810; *Seibt/Danwerth*, s. 374.

¹¹⁴⁶ *Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 189.

¹¹⁴⁷ *Bergdolt*, Daniela: *Aktienrecht und Kapitalmarktrecht* (Hrsg. *Heidel*, Thomas), Aufl. 6, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2024, WpHG § 26 Rn. 11.

¹¹⁴⁸ *Kubis*, § 131 Rn. 209.

piyasa hukuku bütün katılımcılar için eşit bir oyun alanı (*level playing field*) yaratmayı amaçladığı için ortaklık yöneticilerinin kişisel görüşmelerde açıklayabilecekleri bilgiler oldukça sınırlanmaktadır¹¹⁴⁹. Bu bölümde kamuyu aydınlatma kapsamında aynı zamanda bütün pay sahipleriyle paylaşılması gereken bilgiler incelenerek, ortaklık yöneticilerinin kişisel görüşmelerde kolektif yatırım kuruluşlarıyla paylaşabilecekleri ve paylaşamayacakları bilgiler açıklanacaktır.

2. Sürekli Kamuyu Aydınlatmadan Kaynaklanabilecek Sınırlar

Finansal tablolar, yönetim kurulu yıllık faaliyet raporu ve bağımsız denetim raporları başka bir olayın gerçekleşmesine bağlı olmadan mevzuatta öngörülen tarihlerde açıklandığı için sürekli kamuyu aydınlatma kapsamında açıklanan bilgilerdir¹¹⁵⁰.

Finansal raporlarda yer alan bilgilerin açıklanma şekline ilişkin bazı kurallar öngörülmüştür. Buna göre sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören ortaklıklar, yıllık finansal raporlarıyla bunlara ilişkin bağımsız denetim raporlarını; konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğünün bulunmadığı durumlarda, hesap dönemlerinin bitimini izleyen altmış gün, konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğünün bulunduğu durumlarda ise hesap dönemlerinin bitimini izleyen yetmiş gün içinde KAP üzerinden açıklamalıdır (SPKn m. 14; SPFinRT m. 10/1 ve 12/1). Bu kurala ek olarak bağımsız denetim raporunun ortaklıkta beklemesini engellemek için¹¹⁵¹ bağımsız denetimden geçmiş finansal raporların, bağımsız denetim raporuyla birlikte, bağımsız denetim kuruluşunu temsil ve ilzama yetkili kişinin imzasını taşıyan bir yazı ekinde ortaklığa ulaştığı ve aynı gün finansal

¹¹⁴⁹ Böckli, Aktienrecht, s. 1564, Rn. 750 ve 751; Langenbacher, s. 427. Bu durum yönetim kurulu bakımından kamuyu aydınlatma ve bilginin kullanılmasında piyasanın korunması yükümlülüğü oluşturmaktadır (Manavgat, Çağlar: Halka Açık Anonim Ortaklık Yöneticilerine Özgü Yükümlülükler, TFM 2016, C. 2, S. 2, s. 49-51).

¹¹⁵⁰ Manavgat, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 199-200.

¹¹⁵¹ Manavgat, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 208.

raporların kabulüne ve bildirimine dair yönetim kurulu kararının alındığı tarihi izleyen ilk iş günü sonuna kadar açıklanacağı belirtilmiştir (SPFinRT m. 12A/1).

Bu durum karşısında belirtmek gerekir ki ortaklık yöneticileri kamuya açıklanmış finansal raporlarda ve bağımsız denetim raporlarında yer alan geçmiş döneme ilişkin bilgileri kişisel görüşmelerde kolektif yatırım kuruluşlarıyla paylaşabileceklerdir. Zira bu bilgiler kişisel görüşmelerden önce KAP üzerinden duyurulmuş bilgilerdir. Ancak henüz kamuya açıklanmamış olan finansal raporlarda ve bağımsız denetim raporlarında yer alan bilgiler yukarıda belirtilen sürelerde¹¹⁵² KAP'ta açıklanması gerektiği için, söz konusu bilgiler kişisel görüşmelerde paylaşamayacaktır.

3. Özel Durumlar Gereği Kamuyu Aydınlatmadan Kaynaklanabilecek Sınırlar

a- Genel Olarak

Sürekli kamuyu aydınlatma kapsamında açıklanan bilgilerle ilgili değerlendirmeleri kısmen veya tamamen değiştirebilecek nitelikteki olayların veya hukuki işlemlerin gerçekleşmesi hâlinde özel durumlar gereği kamuyu aydınlatma yapılmaktadır¹¹⁵³. Diğer bir ifadeyle, özel durumlar gereği kamuyu aydınlatma sürekli kamuyu aydınlatmayı tamamlamaktadır¹¹⁵⁴.

Özel durumlar gereği kamuyu aydınlatma mevzuatta belirtilmiş olayların veya hukuki işlemlerin gerçekleşmesi hâlinde yapılmaktadır¹¹⁵⁵. Kanun koyucu özel durumları

¹¹⁵² Kural, finansal tabloların mevzuatta belirtilen sürelerde açıklanması olsa da finansal bilginin içsel bilgi niteliği kazanması hâlinde bu bilginin açıklanması için finansal raporlamanın beklenmesi yanıltıcı sonuçlar doğurabilecekse, finansal raporlamayı beklemeden kamuya açıklama yapılmalıdır [*Manavgat, Çağlar: Finansal Verilerin ve Finansal Bilgilerin İçsel Bilgi Niteliği - Kamuya Açıklamanın Sınırları*, Batider 2022, C. 38, S. 1, s. 14; *Kumpan, Christoph/Grütze, Ronny: Kapitalmarktrechts-Kommentar*, (Hrsg. Schwark, Ebenhard/Zimmer, Daniel), Aufl. 5, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2020, VO (EU) 596/2014 Art. 17 Rn. 23].

¹¹⁵³ *Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 200.

¹¹⁵⁴ *Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 17 Rn. 15.

¹¹⁵⁵ *Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 200.

sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını¹¹⁵⁶ veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler olarak tanımlamaktadır (SPKn m. 15/1). Özel durumlar ve özel durumların kamuya açıklanış şekli SPKı tarafından ÖDT’de düzenlenmiştir.

Tıpkı sürekli kamuyu aydınlatmada olduğu gibi özel durumlar gereği kamuyu aydınlatmada da yatırımcıların özel durumlara ilişkin bilgilere eş zamanlı ulaşması hedeflenmektedir¹¹⁵⁷. Nitekim payları borsada işlem gören ortaklıklar tarafından oluşturulan kamunun aydınlatılmasına yönelik bilgilendirme politikasında, özel durumların kamuya açıklanmasına kadar gizliliğinin sağlanmasına yönelik alınan tedbirlerin açıklanması istenmektedir (ÖDT m. 17/2-ç). Keza özel durumlara konu hususların basın-yayın organları veya diğer iletişim yollarıyla kamuya duyurulmak istenmesi durumunda, bu duyurunun öncesinde veya eş zamanlı olarak; söz konusu hususların kamuya açık bir toplantıda sehven duyurulması hâlinde ise konu hakkında derhal KAP’ta açıklama yapılacağı belirtilmiştir (ÖDT m. 9/4).

b- İçsel Bilgide

Sermaye piyasası araçlarının (örneğin ortaklık paylarının) değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay ve gelişmeler içsel bilgi olarak adlandırılmaktadır (ÖDT m. 4/1-e). Buna göre kamuya

¹¹⁵⁶ *Manavgat*, bilginin öneminin ölçülmesinde sermaye piyasası araçlarının fiyatının esas alınması gerektiğini ifade etmektedir (*Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 215). Nitekim AB hukukunda bilginin yalnızca fiyat üzerindeki etkisi esas alınmaktadır [bkz. *Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC*, OJ L 173/1, 12.06.2014, m. 7/1].

¹¹⁵⁷ *Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 17 Rn. 15; *Jutzi*, Thomas: *Unternehmenspublizität*, Bern: Stämpfli Verlag AG, 2017, s. 377, Rn. 667; *Yanlı, Veliye: Özel Durumların Kamuya Açıklanmasında “İçsel Bilgi” Kavramı*, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu (25-26 Haziran 2010), İstanbul: Renk Matbaacılık, 2011, s. 258; *Gürler, Hazal: Hukuki Açısından Sermaye Piyasasında Özel Durum Açıklamaları*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2023, s. 27.

açıklanmamış bir bilginin içsel bilgi niteliğinde olabilmesi için kesin olması¹¹⁵⁸ ve aynı zamanda fiyat üzerinde etkili¹¹⁵⁹ olması gerekmektedir¹¹⁶⁰. Bu kapsamda ortaklığın zengin maden yatakları bulması, yapısal değişikliğe gitmeyi planlaması veya başka bir ortaklığa hâkim olmayı planlaması, önemli bir sipariş alması veya bu nitelikteki siparişi kaybetmesi, önemli finansman anlaşmalarını sonuçlandırması, ortaklık sermayesinin artırılması veya azaltılması, ortaklığa yüksek miktarda borcu olan bir borçlunun temerrüde düşmesi, önemli bir buluşun gerçekleştirilmesi içsel bilgiye örnek olarak verilmektedir¹¹⁶¹.

İçsel bilgiler ve bu bilgilere ilişkin daha önce kamuya açıklanan hususlardaki değişiklikler ortaya çıktığında veya öğrenildiğinde ihraççılar tarafından kural olarak derhal KAP üzerinden kamuya açıklanmaktadır (ÖDT m. 5/1 ve 23/2). İçsel bilginin olduğu anda kamuya açıklanması öngörüldüğü için, söz konusu bilgiler henüz kamuya açıklanmamışsa kişisel görüşmelerde kolektif yatırım kuruluşlarıyla paylaşılamayacaktır¹¹⁶².

Kanaatimizce bu konuyu ortaklık yöneticilerinin kişisel görüşmelerde kolektif yatırım kuruluşlarıyla yapacakları fikir alışverişleri bakımından özellikle değerlendirmek gerekmektedir. Örneğin ortaklık yöneticilerinin sermaye artırımını, bağlı ortaklığın halka açılması, yapısal değişiklikler gibi bazı konularda kolektif yatırım kuruluşlarının fikrini

¹¹⁵⁸ Kesin bilgi, mevcut veya meydana gelmiş olan olay ve gelişmeler ile makul olarak gelecekte gerçekleşmesi beklenebilen olay ve gelişmeleri kapsamaktadır (bkz. 596/2014 sayılı AB Tüzüğü, m. 7/2). Kesin bilgi kavramı hakkında bkz. *Hacımahmutoğlu, Sibel: AT Düzenlemeleri Işığında “İçerden Öğrenilen Bilgi” Kavramının Değerlendirilmesi*, Prof. Dr. Turgut Kalpsüz’e Armağan, Ankara: Turhan Kitabevi, 2003, s. 166-170.

¹¹⁵⁹ Fiyat hareketinin yönü önemli değildir [*Buck-Heeb, Petra: Handbuch des Kapitalanlagerechts* (Hrsg. Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf/Buck-Heeb, Petra), Aufl. 6, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2024, § 8 Rn. 55].

¹¹⁶⁰ *Manavgat*, İçsel Bilgi, s. 8.

¹¹⁶¹ *Turanboy, Asuman: Insider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı)*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 1990, s. 51-53; *Buck-Heeb*, § 8 Rn. 126; *Kumpun/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 17 Rn. 46.

¹¹⁶² *Hirt/Hopt/Mattheus*, s. 735-736 ve 738; *Fleischer*, Investor Relations, s. 511-512; *Buck-Heeb*, § 8 Rn. 251; *Seibt/Danwerth*, s. 374; *Schmolke*, s. 731; *Bunz*, s. 1051.

alabilmek için kişisel görüşmeler esnasında açıklama yapabileceklerini, diğer bir ifadeyle bu konular hakkında kolektif yatırım kuruluşlarına bilgi verebileceklerini yukarıda belirtmiştik¹¹⁶³. Ancak anılan konular aynı zamanda sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyecek nitelikte olduğundan içsel bilgi niteliğinde olabilecektir. Bu durumda bilginin kesin olması veya olmaması söz konusu bilginin kişisel görüşmelerde paylaşılıp paylaşılamayacağını belirleyecektir.

Sermaye artırımını, bağlı ortaklığın halka açılması, yapısal değişiklik gibi ortaklık paylarının fiyatını etkileyecek hukuki olgulara yönelik ortaklık yöneticilerinin kesin bir niyeti varsa konuyla ilgili yönetim kurulu kararı alınmamış olsa bile söz konusu durum kesin bilginin varsayımı için yeterlidir¹¹⁶⁴ ve bu bilgiler kişisel görüşmeler esnasında kolektif yatırım kuruluşlarıyla paylaşılmamalıdır. Zira söz konusu bilgi verildiği takdirde, kolektif yatırım kuruluşu bu bilgiye dayanarak risksiz bir yatırım kararı alabilecek veya bilgi kamuya açıklandığında diğer yatırımcılar tarafından hemen kullanılabilir¹¹⁶⁵. Başka bir ifadeyle, bahsedilen bilgi kesin olduğu için yatırım kararı verilirken dikkate alınabilecek niteliktedir¹¹⁶⁶.

Buna karşılık, ortaklık yönetimi ortaklık faaliyetleri için finansman sağlamanın yollarını arıyor ve sermaye artırımını, bağlı ortaklığın halka açılması, kredi çekilmesi ve birleşme gibi çeşitli olasılıkların ortaklık için olumlu ve olumsuz etkilerini araştırıyorsa, diğer bir deyişle farklı ihtimalleri değerlendiriyorsa, bu durumda kolektif yatırım kuruluşlarının fikir ve görüşlerini almak için söz konusu olasılıkları kişisel görüşmelerde açıklamalarında herhangi bir sakınca olmayacaktır¹¹⁶⁷. Zira bahsedilen konular henüz

¹¹⁶³ Bkz. Dördüncü Bölüm, III, B, 6, c, v

¹¹⁶⁴ *Buck-Heeb*, § 8 Rn. 76.

¹¹⁶⁵ *Taleska, Ana: European Insider Trading Theory Revisited: The Limits of the Parity-of-Information Theory and the Application of the Property Rights in Information Theory to Activist Investment Strategies*, ECFR 2020, Vol. 17, No. 5, s. 585.

¹¹⁶⁶ *Bassler*, s. 379.

¹¹⁶⁷ Belirtmek gerekir ki halka açık anonim ortaklıkların, ortaklıkta pay sahibi olan kolektif yatırım kuruluşlarının fikir ve görüşlerini alması ile SPKn m. 38/1-a'da yan hizmet olarak belirtilen sermaye

ihtimal dahilindedir (kesin değildir) ve kolektif yatırım kuruluşlarında geleceğe yönelik makul bir beklenti yaratmamaktadır. Ancak eklemek gerekir ki öğretide kolektif yatırım kuruluşlarının alanlarında uzman oldukları için kişisel görüşmelerde paylaşılan bilgilere her zaman dikkat edilmesi gerektiği ifade edilmektedir¹¹⁶⁸.

Kolektif yatırım kuruluşları kişisel görüşmeler esnasında içsel bilgiye erişirlerse, söz konusu bilgiler ortaklık tarafından kamuya duyuruluncaya kadar bu bilgilerin gizliliğini korumakla yükümlüdürler (ÖDT m. 25/1). Kolektif yatırım kuruluşları içsel bilgiye dayalı olarak sermaye piyasası araçları için alım ya da satım emri vererek veya verdikleri emri değiştirerek veya iptal ederek ve bu suretle kendilerine veya bir başkasına menfaat temin ederlerse bilgi suistimali suçunu işlemiş olacaklardır¹¹⁶⁹ (SPKn m. 106/1). Bu yüzden kolektif yatırım kuruluşlarının, işlettikleri portföylerde yer alan ortaklık paylarında değişiklik yapabilme (ortaklık paylarını satma veya hukuki sınırlar içerisinde daha fazla pay satın alma) esnekliklerini korumak amacıyla içsel bilgiye erişmek istemeyecekleri belirtilmektedir¹¹⁷⁰.

c- Haber ve Söylentilerle İlgili Bilgide

Kolektif yatırım kuruluşları kişisel görüşmelerde, çeşitli iletişim vasıtalarıyla duydukları haber ve söylentilerin doğruluğu hakkında ortaklık yöneticilerinden bilgi

piyasaları ile ilgili danışmanlık hizmetlerini birbirinden ayırt etmek gerekmektedir. Halka açık anonim ortaklıklar, pay sahibi oldukları için kolektif yatırım kuruluşlarına fikirlerini danışmakta, ancak sermaye piyasalarıyla ilgili danışmanlık hizmeti almamaktadırlar. Dolayısıyla, kolektif yatırım kuruluşlarının katılımcı pay sahipliği kapsamında hareket etmeleri, pay sahibi oldukları ortaklıklara sermaye piyasalarıyla ilgili danışmanlık hizmeti verecekleri anlamına gelmemektedir. Sermaye piyasaları ile ilgili danışmanlık hizmetlerinin kapsamı hakkında bkz. YatHizT m. 71/1. Sermaye piyasaları ile ilgili danışmanlık hizmeti vermeye yetkili kuruluşlar hakkında bkz. SPKn m. 38/1.

¹¹⁶⁸ *Taleska*, s. 584.

¹¹⁶⁹ *Link*, s. 921; *Schockenhoff/Culmann*, s. 306; *Daeniker*, s. 441. Nitekim son zamanlarda AB bölgesindeki ve ABD'deki serbest fonların sıklıkla bu suça ilişkin ihlaller nedeniyle gündeme geldikleri belirtilmektedir (*Taleska*, s. 581).

¹¹⁷⁰ *Link*, s. 921; *Forstmoser*, Exit oder Voice, s. 800; *Klöhn*, s. 205. Alman Finansal Analiz ve Varlık Yönetimi Birliği (*Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management/DVFA*) tarafından 2023 yılında yayımlanan Gözetim Kılavuzu'nda (*DVFA Stewardship- Leitlinien*) kolektif yatırım kuruluşlarının faaliyetleri sırasında içsel bilgilere ilişkin düzenlemelere dikkat edeceği açıkça belirtilmiştir (bkz. agd, 7. İlke).

almak isteyebilirler. ÖDT m. 9/1'e göre halka açık anonim ortaklıklar sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek öneme sahip, basın-yayın organları veya diğer iletişim yollarıyla ilk kez kamuya duyurulan veya daha önce kamuya duyurulmuş bilgilerden farklı içerikteki haber veya söylentilerin varlığı hâlinde; bunların doğru veya yeterli olup olmadığı konusunda, SPKr'den veya ilgili borsa tarafından herhangi bir uyarı, bildirim veya talep beklenmeksizin, KAP üzerinden açıklamakla yükümlüdürler (ÖDT m. 9/1 ve 23/2). Dolayısıyla, kolektif yatırım kuruluşlarının bilgi almak istedikleri haber ve söylentiler sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek öneme sahipse ortaklık yöneticileri kişisel görüşmelerde bu konuda bir açıklama yapamayacaktır, ancak haber ve söylentiler söz konusu eşiğin altında ise kişisel görüşmelerde açıklama yapabileceklerdir¹¹⁷¹.

d- Geleceğe Yönelik Değerlendirmelerde

Geleceğe yönelik değerlendirmeler, geleceğe ilişkin içsel bilgi niteliğindeki plan ve tahminleri içeren veya yatırımcılara ihraççının gelecekteki faaliyetleri ile finansal durumu ve performansı hakkında fikir veren değerlendirmeleri ifade etmektedir (ÖDT m. 4/1-d). Geleceğe yönelik değerlendirmeler yatırımcının yatırım kararı vermesinde etkili olduğu için¹¹⁷², piyasa katılımcıları ortaklık yöneticilerinin geleceğe yönelik değerlendirmelerine önem vermektedirler¹¹⁷³. Gerçekten de söz konusu değerlendirmeler finans analistleri gibi ortaklık dışındaki kimseler tarafından değil de ortaklık içerisinde, ortaklığı en iyi bilen kişiler (ortaklık yöneticileri) tarafından yapıldığı için yatırımcıların

¹¹⁷¹ *Jutzi*, Unternehmenspublizität, s. 382, Rn. 678.

¹¹⁷² *Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 220.

¹¹⁷³ *Buck-Heeb*, § 8 Rn. 58.

dikkatini çekmektedir¹¹⁷⁴. Bu yüzden ortaklık yöneticileri tarafından yapılacak geleceğe yönelik değerlendirmelerin kamuya açıklanma şekli ve süresi özel olarak düzenlenmiştir.

Geleceğe yönelik değerlendirmeler ihraççının yönetimi tarafından yılda en fazla dört defa kamuya açıklanabilmektedir¹¹⁷⁵. Bu açıklama, özel durum açıklaması şeklinde yapılabileceği gibi, SPK'nın finansal tablolara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde ilan edilen faaliyet raporları veya KAP'ta açıklanması şartıyla yatırımcıların bilgilendirilmesine ilişkin sunumlar aracılığıyla da yapılabilmektedir. Bu durum karşısında ortaklık yöneticileri geleceğe yönelik öngörülerini kişisel görüşmelerde kolektif yatırım kuruluşlarıyla paylaşamayacaklardır. Ancak önceden kamuya açıklanmış olay ve işlemlerin gelişimi ve yakın gelecekteki olası etkilerine ilişkin değerlendirmeler geleceğe yönelik değerlendirme kapsamında kalmadığı¹¹⁷⁶ için bu tür değerlendirmeler kişisel görüşmeler esnasında açıklanabilmektedir. Zira söz konusu değerlendirme, tüm unsurları kamuya açıklanmış bir konuya ilişkin geleceğe dönük nesnel bilgilendirmeyi ifade etmektedir¹¹⁷⁷. Ayrıca genel olarak ifade edilmiş beklentiler ve yıllara yayılmış uzun vadeli planlar da kişisel görüşmelerde açıklanabilecektir. Zira bunlar ortaklığın gerçek gelişimi hakkında herhangi bir sonuca ulaşılmasına imkân vermemektedir¹¹⁷⁸.

¹¹⁷⁴ Nitekim 2014-2019 yılları arasında BİST'te işlem gören ortaklıkların geleceğe yönelik değerlendirmelere ilişkin yapmış oldukları özel durum açıklamalarının pay senetlerinin fiyatını etkilediği ve dolayısıyla yatırımcıların bu tür açıklamalara duyarlı olduğu tespit edilmiştir (Kılıç, Saim: *Geleceğe Yönelik Değerlendirmelere İlişkin Özel Durum Açıklamalarının Pay Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Örneği*, BERJ 2019, Vol. 10, No. 4, s. 842).

¹¹⁷⁵ Geleceğe yönelik olarak kamuya açıklanmış değerlendirmelerde önemli bir değişiklik ortaya çıktığında, sayı sınırlamasına tabi olmaksızın açıklama yapılması zorunludur (bkz. ÖDT m. 10/1-b).

¹¹⁷⁶ *Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 221.

¹¹⁷⁷ *Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 221; *Buck-Heeb*, § 8 Rn. 60-62.

¹¹⁷⁸ *Kumpan/Grütze*, VO (EU) 596/2014 Art. 17 Rn. 131.

V. PAY ALIM TEKLİFİNDE BULUNMA ZORUNLULUĞUNUN DOĞMASI

A- Genel Olarak Zorunlu Pay Alım Teklifine Neden Olan Hâller

Sermaye piyasasına özgü bir kavram olan pay alım teklifi, teklif sahibinin hedef ortaklıktaki payları belirli bir fiyattan alacağını açıklaması, teklifi kabul eden pay sahipleriyle teklifte bulunan arasında satış sözleşmesinin kurulmasıyla payların teklifte bulunana devredilmesini ifade etmektedir¹¹⁷⁹. Pay alım teklifi gönüllü teklif ve zorunlu teklif olmak üzere iki başlık altında toplanmaktadır (SPKn m. 25 ve 26).

Zorunlu pay alım teklifi SPKn’de dört farklı sebebe dayalı olarak düzenlenmiştir. Bunlar sırasıyla; yönetim kontrolü değişikliğine dayalı zorunlu teklif (SPKn m. 26/2 ve 3), imtiyaza dayalı olarak faaliyet gösteren halka açık anonim ortaklıklarda imtiyazın yitirilmesi, bankacılık izninin kaldırılması veya ortaklığın Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’na devredilmesi hâllerinde sorumluluğu bulunanlar bakımından zorunlu teklif (SPKn m. 26/4), yatırım ortaklıklarının yatırım ortaklığı niteliklerinin değiştirilmesine veya yitirilmesine neden olacak esas sözleşme değişikliklerine izin verilebilmesi bakımından zorunlu teklif (SPKn m. 26/5) ve pay sahibi sayısının beş yüzü aşması nedeniyle halka açık ortaklık statüsünü kazanan anonim ortaklıkların iki yıl içinde paylarının borsada işlem görmesi için başvurmamaları durumunda hâkim ortaklar için öngörülen zorunlu tekliftir (SPKn m. 16/2 ve 33/4).

Bu çalışmada kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılması incelendiği için çalışmanın devamında yalnızca yönetim kontrolü değişikliğine dayanan zorunlu pay alım teklifi ele alınacaktır.

¹¹⁷⁹ *Manavgat, Halka Açık Anonim Ortaklıklar*, s. 346. Öğretideki diğer tanımlar için bkz. *Türkyılmaz, İsmail: Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2015, s. 7-10.

B- Yönetime Katılmanın Ortaklıkta Yönetim Kontrolü Değişikliğine Bağlı Olarak Zorunlu Pay Alım Teklifine Neden Olabileceği Hâller

1. Oy Hakkına veya İmtiyazlı Paya Bağlı Olarak Yönetim Kontrolü Değişikliği

a- Genel Olarak

Halka açık anonim ortaklığın oy haklarının %50'sinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması durumunda oy haklarının iktisabıyla yönetim kontrolü değişikliği; yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması durumunda ise yönetim kontrolünü sağlayan imtiyazlı payların iktisabıyla yönetim kontrolü değişikliği söz konusu olmaktadır [SPKn m. 26/2; Pay Alım Teklifi Tebliği¹¹⁸⁰ (II-26.1) (PayATT) m. 12/1]. Ortaklıklarda yönetim kontrolünü sağlayan imtiyazlı payların veya oy haklarının iktisap edilmesi hâlinde ortaklığın yönetim kontrolünün değiştiği kabul edilmiş ve söz konusu payların veya oy haklarının iktisabının kamuya açıklandığı tarihteki diğer pay sahiplerinin paylarını satın almak üzere teklif yapılması zorunlu tutulmuştur (SPKn m. 26/1; PayATT m. 11/1).

Oy haklarının iktisabı suretiyle yönetim kontrolü değişikliği ile imtiyazlı payların iktisabı suretiyle yönetim kontrolü değişikliği birbirinden bağımsızdır¹¹⁸¹. Herhangi birinin gerçekleşmesi yönetim kontrolünü ele geçiren kişi(ler) bakımından zorunlu pay alım teklifi sonucunu doğurmaktadır. Her ikisinin aynı anda var olması durumunda ise yalnızca imtiyazlı payları iktisap edenler zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğüne tabi tutulmaktadır (SPKn m. 26/2; PayATT m. 12/1).

¹¹⁸⁰ RG. 23.01.2014, S. 28891.

¹¹⁸¹ *Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 358.

b- Kolektif Yatırım Kuruluşunun Tek Başına Hareket Etmesi

Oy haklarının iktisabına bağlı olarak pay alım teklifi zorunluluğunun doğması için kolektif yatırım kuruluşunun oy hakkında belirtilen kontrol oranını (%50) tek başına veya birlikte hareket ettikleri diğer pay sahipleriyle birlikte aşmaları yeterlidir. Kolektif yatırım kuruluşlarının tek başına %50'lik oy hakkına sahip olması kural olarak mümkün değildir. Zira kolektif yatırım kuruluşlarının yatırım yaptıkları halka açık anonim ortaklıklarda edinebilecekleri pay ve oy miktarının sınırlı olması¹¹⁸², pay sahibi oldukları ortaklıklarda %50 oranında oy hakkına tek başlarına sahip olmalarını engellemektedir. Ancak yatırım fonlarında serbest fon, yatırım ortaklıklarında ise serbest portföy olarak ifade edilen kolektif yatırım kuruluşlarının, yatırım yaptıkları halka açık anonim ortaklıklarda tek başlarına %50'lik oy hakkı sınırını aşmaları mümkündür¹¹⁸³. Zira söz konusu kolektif yatırım kuruluşları yukarıda bahsedilen sınırlara tabi tutulmamaktadırlar. Bu durumda, serbest fon/serbest portföy türündeki kolektif yatırım kuruluşları pay sahibi oldukları ortaklıkların yönetiminde etkili olmak amacıyla daha fazla pay edinmeye başlar ve tek başlarına %50'lik sınırları aşarlarsa pay alım teklifinde bulunma zorunluluğuyla karşı karşıya kalacaklardır¹¹⁸⁴.

Ayrıca belirtmek gerekir ki serbest fon/serbest portföy türündeki kolektif yatırım kuruluşlarının tek başlarına halka açık bir ortaklığın oy haklarının %50'sinden fazlasını iktisap etmeleri teorik olarak mümkün olsa da Türk sermaye piyasalarındaki halka açık anonim ortaklıkların halka açıklık oranlarının piyasadan yalnızca pay alımıyla %50'lik oranın aşılmasına genel olarak elverişli olmadığı, ancak halka açık olmayan sermayede

¹¹⁸² Bkz. Birinci Bölüm, III, B.

¹¹⁸³ *Manavgat*, Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, s. 131.

¹¹⁸⁴ *Manavgat*, serbest fonlarda kurucu portföy yönetim ortaklığının, yatırım yaptığı halka açık anonim ortaklıklarda tek başına yönetim kontrolünü sağlamayı tercih etmeyeceğini, bu durumun serbest fonların özelliklerine aykırı olduğunu, ancak fon kurucularının fona yatırım yapan nitelikli yatırımcılarla birlikte hareket ederek yatırım yaptıkları ortaklığın yönetiminde kontrol değişikliğini sağlamaya çalışmalarının daha yüksek bir ihtimal olduğunu belirtmektedir (*Manavgat*, Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, s. 132).

pay sahibi olan bir kişinin aynı zamanda halka açık olan sermayeden de pay almaya başladığı takdirde %50'lik oranı tek başına aşabileceği öğretide ifade edilmektedir¹¹⁸⁵.

İmtiyazlı payların iktisabına bağlı olarak pay alım teklifi zorunluluğunun doğması için kolektif yatırım kuruluşunun tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan (yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren) imtiyazlı payları iktisap etmesi gerekmektedir (SPKn m. 26/2; PayATT m. 11/1). Mevzuatta açıkça ifade edilmese de söz konusu imtiyazlı payların tamamının iktisabı aranmamakta, imtiyazlı payların çoğunluğuna¹¹⁸⁶ sahip olunması yönetim kontrolü değişikliğinin gerçekleştiğinin kabulü için yeterli kabul edilmektedir¹¹⁸⁷.

Kolektif yatırım kuruluşları tek başına söz konusu imtiyazlı payların çoğunluğunu iktisap ederek ortaklığın yönetim kontrolünü değiştirebilirler. Zira imtiyazlı payın iktisabına bağlı olarak pay alım teklifi zorunluluğunun doğması için imtiyazlı payların çoğunluğunun iktisap edilmesi yeterli olmakta, ayrıca söz konusu payların veya paylardan doğan oy hakkının belirli bir oranın (örneğin oy hakkında %50 gibi) üstünde olması aranmamaktadır. Ancak söz konusu durum teorik olarak mümkün olsa da uygulamada gerçekleşme ihtimali düşüktür. Zira halka açık anonim ortaklıklarda söz

¹¹⁸⁵ *Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 360.

¹¹⁸⁶ TTK m. 360/1'de belirli gruplara tanınacak olan yönetim kurulunda temsil edilme hakkının, halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kurulu üye sayısının yarısını aşamayacağı belirtilmektedir. Bu yüzden, imtiyazlı paylar aracılığıyla ortaklığın yönetim kontrolünün elde edilemeyeceği ve bunun sonucunda pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunun doğmayacağı ifade edilmektedir. Söz konusu durumun istisnası ise Türk Ticaret Kanunu'nun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun (RG. 14.02.2011, S. 27846) m. 28/2'de "6762 sayılı eski Kanun zamanında ve Türk Ticaret Kanunu'nun kabul edilmesinden en az bir yıl önce esas sözleşme hükmü ile bazı pay gruplarına tanınmış olan yönetim kurulu üyeliği için aday gösterme hakkı, Türk Ticaret Kanunu'nun 360 ıncı maddesinin birinci fıkrasındaki sınırı aşıya bile müstesna hak sayılır" biçiminde ifade edilmiştir. TTK m. 360/1 hükmüyle getirilen bu sınırlamaya yönelik eleştiriler için bkz. *Narbay, Şafak/Öksüz, Ayşe Gül: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylara Sahip Olunmasıyla Pay Alım Teklifinde Bulunma Zorunluluğunun Doğması*, RTHD 2024, C. 9, S. 2, s. 339-347; *Sevi*, s. 463-464.

¹¹⁸⁷ *Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 358; *Sönmez*, s. 286.

konusu imtiyazlar genellikle halka açık olmayan paylar bakımından uygulanmaktadır. Dolayısıyla, kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık olan paylar üzerinden imtiyazlı payları tek başlarına iktisap etmelerinin pratik olarak mümkün olmadığı kanaatindeyiz.

c- Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Diğer Pay Sahipleriyle Birlikte Hareket Etmesi

i- Giriş

Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılırken kullanabilecekleri araçlardan biri de pay sahipleriyle iş birliğidir¹¹⁸⁸. Nitekim SYİ'nin üçüncü ilkesinde portföy yönetim ortaklıklarının gerekli hâllerde diğer yatırımcılar ve paydaşlarla iş birliği içerisinde olacağı açıkça belirtilmiştir.

Pay sahiplerinin iş birliği içerisinde olmalarının yönetime katılma maliyetlerini azaltması, ortaklık yönetimi üzerinde baskıyı artırması gibi yararları¹¹⁸⁹ bulunsa da kolektif yatırım kuruluşları ve onlarla iş birliği içerisinde bulunan pay sahiplerinin birlikte hareket etme (*acting in concert/Verhaltensabstimmung*) nedeniyle zorunlu pay alım teklifinde bulunma sorumluluğu altına girebilecekleri ifade edilmektedir¹¹⁹⁰. Nitekim SYİ'de portföy yönetim ortaklıklarının diğer pay sahipleriyle iş birliği yapabileceklerini belirten üçüncü ilkede, iş birliğinin ilgili düzenlemelere uygun olması kaydıyla yapılması gerektiği ifade edilmiştir. Kanaatimizce ilgili düzenlemelere uygun olmak ifadesinden kast edilenler düzenlemelerden biri de yönetim kontrolü değişikliğine bağlı zorunlu pay alım teklifine ilişkin düzenlemelerdir.

Birlikte hareket kavramı, hedef ortaklığın yönetim kontrolünü ele geçirmek amacıyla teklifte bulunan pay sahibiyle ya da hedef ortaklığın yönetim kontrolünü ele

¹¹⁸⁸ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, d, iii.

¹¹⁸⁹ *Fleischer/Strothotte*, s. 226; *Puchniak/Varottil*, s. 12; *Faure*, s. 199.

¹¹⁹⁰ *Fleischer/Strothotte*, s. 226; *Macneil*, s. 433; *Koch*, *Der Kapitalanleger*, s. 5; *Brellochs*, s. 354; *Arnold*, *Beteiligung von Investmentgesellschaften*, s. 295; *Schockenhoff/Culmann*, s. 305; *Albath*, s. 55; *Seibert*, s. 1109.

geçirmek amacıyla yapılan bir teklifin başarılı bir şekilde sonuçlandırılmasını engellemek amacıyla hedef ortaklıkla açık ya da örtülü, sözlü ya da yazılı bir anlaşmaya dayanarak iş birliği yapılması ifade etmektedir. Birlikte hareket eden kişiler (*persons acting in concert/gemeinsam handelnde Personen*) kavramı da söz konusu iş birliğini gerçekleştiren gerçek ve tüzel kişiler için kullanılmaktadır (PayATT m. 4/1-ç).

Pay sahiplerinin birlikte hareket ettiklerinin kabul edilebilmesi için aralarında açık ya da örtülü, sözlü ya da yazılı bir anlaşma yapmış olmaları (şeklî unsur¹¹⁹¹) ve bu anlaşma uyarınca yönetim kontrolünü ele geçirmek -veya ortaklığın yönetim kontrolünü ele geçirmek amacıyla yapılan bir teklifin başarılı bir şekilde sonuçlandırılmasını engellemek- amacıyla birtakım icrai hareketlerde bulunmaları gerekmektedir (maddi unsur¹¹⁹²). Birlikte hareketin şekli ve maddi unsurunu birbirinden bağımsız değildir. Özellikle taraflar arasında örtülü ve sözlü bir anlaşmanın bulunduğu hâllerde maddi unsura ilişkin eylemlerin varlığı taraflar arasındaki anlaşmaya karine teşkil etmektedir¹¹⁹³.

ii- Diğer Pay Sahipleriyle İş Birliği Yapılması Birlikte Hareket Kapsamında Değerlendirilebilir Mi?

Pay sahiplerinin, yatırım yaptıkları anonim ortaklıklarda pay sahipliği haklarını ve diğer yöntemleri kullanarak çeşitli şekillerde iş birliğine girmeleri mümkündür. Özellikle halka açık anonim ortaklıklarda pay sahipliği yapısının dağınık olduğu hâllerde, pay sahiplerinin ortaklık üzerinde etkinliklerini artırmak için birlikte çaba göstermeleri gerekebilmektedir. Bu kapsamda pay sahipleri iki farklı amaca yönelik olarak iş birliği yapabilmektedirler.

¹¹⁹¹ Sönmez, s. 293.

¹¹⁹² Sönmez, s. 294.

¹¹⁹³ Sönmez, s. 294. Aksi hâlde taraflar arasındaki anlaşmayı ispat etmek kolay değildir (*Arnold, Beteiligung von Investmentgesellschaften, s. 296; Schockenhoff/Culmann, s. 306*).

Birincisi, halka açık anonim ortaklığın yönetiminde herhangi bir değişiklik yapılmasını değil de ortaklık yönetiminin faaliyetlerinin ve işleyişinin denetimini ve gözetimini hedefleyen iş birliğidir (denetim amaçlı iş birliği). Kolektif yatırım kuruluşlarının katılımcı pay sahipliği kapsamında diğer pay sahipleriyle iş birliği yapması esasen denetim amaçlı iş birliği içerisinde yer almaktadır¹¹⁹⁴. Gerçekten de katılımcı pay sahipliği ve dolayısıyla diğer pay sahipleriyle iş birliği gibi katılımcı pay sahipliği kapsamında kullanılan araçlar esasen kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahipliği haklarını ve diğer araçları aktif bir şekilde kullanarak ortaklığın işleyişini sağlayan iş ve işlemleri gözetmesini amaçlamaktadır¹¹⁹⁵.

İkincisi ise ortaklığın yönetiminde söz sahibi olmayı amaçlayan iş birliğidir (yönetim amaçlı iş birliği). Birden fazla pay sahibinin ortaklığın yönetim kontrolünü ele geçirmek veya yönetim kontrolünün el değiştirmesini engellemek için iş birliği yaptığı hâller yönetim amaçlı iş birliği kapsamında kalmakta¹¹⁹⁶ ve zorunlu pay alım teklifine neden olmaktadır.

Kolektif yatırım kuruluşlarının diğer pay sahipleriyle iş birliği yapmaları denetim amaçlı iş birliğini hedeflemekte, buna karşılık ortaklığın yönetim kontrolünün ele geçirilmesini veya yönetim kontrolünün el değiştirmesini engellemeyi amaçlamamaktadır¹¹⁹⁷. Ancak denetim amaçlı iş birliği ile yönetim amaçlı iş birliğini birbirinden ayırt etmek kolay değildir. Gerçekten de her iki iş birliğinin gerçekleştirilmesi için yürütülen eylemler çoğu zaman birbiriyle kesişmektedir. Diğer bir ifadeyle, denetim

¹¹⁹⁴ Ghetti, Riccardo: *Acting in Concert in EU Company Law: How Safe Harbours can Reduce Interference with the Exercise of Shareholder Rights*, ECFR 2014, Vol. 11, No. 4, s. 596; Sönmez, s. 291.

¹¹⁹⁵ Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 1.

¹¹⁹⁶ Ghetti, s. 597; Sönmez, s. 291. Denetim amaçlı iş birliği ile yönetim amaçlı iş birliği arasındaki farklar için bkz. Ghetti, s. 596-598.

¹¹⁹⁷ Puchniak/Varottil, s. 32.

amaçlı iş birliği ile yönetim amaçlı iş birliğinin ortak bir paydada buluştuğu gri bir alan bulunmaktadır¹¹⁹⁸.

Bu durum karşısında karşılaştırmalı hukukta çeşitli çözümler geliştirilmiştir. Örneğin, İngiltere’de 2009 yılında yayımlanan 26 No’lu Uygulama Bildirisi¹¹⁹⁹,nde (*Practice Statement 26*) fon yöneticilerinin ve kurumsal yatırımcıların aktivist davranışlarının ortaklık yönetim kurulunu kontrol amacı gütmemesi hâlinde birlikte hareket olarak değerlendirilmeyeceği belirtilmiştir (agm, m. 1.3 ve 1.5). Bu kapsamda kolektif yatırım kuruluşlarının diğer pay sahipleriyle iş birliği yaparak yönetim kurulu üyelerinin yalnızca bir tanesini değiştirmeleri birlikte hareket olarak değerlendirilmeyecek, ancak yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunu değiştirmeleri birlikte hareket kapsamında kalacaktır (agm, m. 3.4).

Keza Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (*European Securities and Markets Authority/ESMA*) 2013 yılında yayımladığı ESMA/2013/1642 numaralı Bilgi Notu¹²⁰⁰,nda (*Public Statement Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive*), ESMA’nın pay sahiplerinin iyi bir kurumsal yönetim için çeşitli konular hakkında değişik şekillerde iş birliği yapmalarını, ortaklığı kontrol amacı gütmemesi koşuluyla uygun bulduğunu belirtmiştir (agm, m. 3.1). Ayrıca Bilgi Notu’nda, birlikte hareket olarak değerlendirilmediği düşünülen iş birliği davranışları örnekleme yoluyla Beyaz Liste (*White List*) adı verilen bir listeye açıklanmıştır (agm, m. 4). Buna göre pay sahiplerinin ortaklık yönetim kuruluna iletmek istedikleri konuları aralarında tartışmaları, pay sahiplerinin ortaklık yönetim kuruluna politika ve uygulama önerileri sunmaları, pay sahiplerinin yönetim kurulu üyesinin atanması konusuyla ilgili olmaksızın genel kurul gündemine madde eklemeleri veya

¹¹⁹⁸ Sönmez, s. 292; Alvaro/Maugeri/Strampelli, s. 47; Ghetti, s. 598.

¹¹⁹⁹ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://code.thetakeoverpanel.org.uk/tp/ps/ps-26.html>.

¹²⁰⁰ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://www.esma.europa.eu/document/information-shareholder-cooperation-and-acting-in-concert-under-takeover-bids-directive>.

olağanüstü genel kurul için çağrıda bulunmaları, pay sahiplerinin yönetim kurulu üyesinin atanması konusuyla ilgili olmayan konularda aynı yönde oy kullanmak üzere anlaşmaları birlikte hareket olarak nitelendirilmeyecektir (agm, m. 4.1). Buna karşılık, yönetim kurulu üyelerinin atanmasının diğer konulara göre daha hassas olduğu, üye atanmasına ilişkin iş birliklerinde atanan üye sayısının toplam üye sayısına oranına ve atanan üyelerin birlikte hareket eden pay sahipleriyle ilişkisine dikkat edilmesi gerektiği belirtilmiştir (agm, m. 5).

Türk hukukunda ise kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılması amacıyla diğer pay sahipleriyle iş birliği yapmalarının pay alım teklifi yükümlülüğüne neden olmaması için herhangi bir özel muafiyet hâli öngörülmemiştir. Hatta SYİ'nin üçüncü ilkesinde portföy yönetim ortaklıklarının ilgili düzenlemelere uygun olması kaydıyla diğer pay sahipleriyle iş birliği yapabileceği belirtilerek, portföy yönetim ortaklıklarının ve diğer pay sahiplerinin iş birliğinde bulundukları hâllerin mevzuatta belirtilen koşulları sağlaması durumunda zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğü doğurabileceğine dolaylı olarak işaret edilmiştir. Kolektif yatırım kuruluşlarının diğer pay sahipleriyle gerçekleştirdiği iş birliği denetim amaçlı olsa dahi iş birliği neticesinde ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına¹²⁰¹ veya yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı payların çoğunluğuna sahip olduklarında, iş birliği içerisindeki pay sahipleri birlikte hareket eden olarak nitelendirilerek zorunlu pay alım teklifinde bulunmak durumunda kalacaklardır (SPKn m. 26/1; PayATT m. 12/1).

¹²⁰¹ Kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklık genel kurulunda diğer pay sahipleriyle tesadüfen (önceden yapılmış bir sözleşmeye dayanmadan) aynı yönde oy kullanmaları birlikte hareket olarak nitelendirilmemektedir (*İnci*, s. 131-132).

2. Pay Sahipleri Arasında Özel Sözleşmeler Yapılmasına Bağlı Olarak Yönetim Kontrolü Değişikliği

Yönetim kontrolü değişikliği kural olarak kişilerin tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber bir ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan imtiyazlı paylarını veya oy haklarını iktisap etmeleriyle gerçekleşmekte ve pay alım teklifi söz konusu payların iktisap edilmesiyle birlikte doğmaktadır (SPKn m. 26/1; PayATT m. 11/1).

Yönetim kontrolü değişikliğine bağlı zorunlu pay alım teklifi pay iktisabına dayandırılmış olsa da kanun koyucu pay iktisabının aranmadığı ancak yönetim kontrolünün değiştiği bir durumu da zorunlu pay alım teklifi nedeni olarak düzenlemiştir. SPKn m. 26/3'te, ortaklığın pay sahipliğinde herhangi bir değişiklik olmasa bile, bazı ortakların kendi aralarında yapacakları özel yazılı sözleşmelerle yönetim kontrolünü ele geçirmelerinin pay alım teklifi yükümlülüğüne neden olacağı belirtilmiştir (PayATT m. 11/2). Bu durumda, ortaklığın yönetim kontrolünün değişmesi ve pay alım teklifi zorunluluğunun gündeme gelebilmesi için kişilerin pay iktisap etmiş olması şartı aranmamakta, mevcut pay sahiplerinin aralarında oy sözleşmesi, pay sahipleri sözleşmesi gibi sözleşmeler yapmaları¹²⁰² ve bu sözleşmeler aracılığıyla ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden¹²⁰³ fazlasına veya yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme ya da genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı payların çoğunluğuna sahip olmaları yeterli olmaktadır¹²⁰⁴. Diğer bir deyişle, SPKn m. 26/3 hükmü esasen farklı bir zorunlu pay alım teklifi nedeni öngörmemekte,

¹²⁰² *Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 357.

¹²⁰³ Oy sözleşmesi yapan pay sahiplerinin oy hakkı toplamda %40 olsa ve bu oran ortaklıktaki bazı önemli kararların alınmasını engelleyecek nitelikte olsa dahi oy sözleşmesine katılan pay sahiplerinin toplam oy hakkı %50'lik kontrol oranını aşmadığı için ortaklık yönetim kontrolünün değişmesi ve zorunlu pay alım teklifi gündeme gelmeyecektir. Zira Türk hukukuna göre pay sahiplerinin ortaklık yönetimini ele geçirdiklerinin kabul edilebilmesi için ortaklık yönetim kurulunda belirli kararların alınmasını sağlayacak (olumlu kontrol gücü) nitelikte paya veya oy hakkına sahip olmaları gerekmektedir. Buna karşılık, belirli kararların alınmasını engelleme gücüne sahip olmak (olumsuz kontrol gücü) zorunlu pay alım teklifine neden olmamaktadır (*Manavgat*, Yönetim Kontrolü, s. 1451).

¹²⁰⁴ *Sönmez*, s. 291.

yalnızca oy hakkında veya imtiyazlı paylarda çoğunluğun sağlanmasına ilişkin bir yöntemi özel olarak düzenlemektedir¹²⁰⁵.

Kolektif yatırım kuruluşları ortaklığın yönetimine katılmak için diğer pay sahipleriyle iş birliği yapmak ister ve onlarla bu konuda yazılı bir sözleşme yaparlarsa, söz konusu sözleşme neticesinde ortaklığın oy hakkında veya imtiyazlı paylarında çoğunluğu elde edip etmedikleri ortaklıkta yönetim kontrolü değişikliği ve buna bağlı olarak pay alım teklifi yükümlülüğünün doğup doğmadığı konusunda belirleyici olacaktır. Eğer söz konusu kontrol oranları aşılsa sözleşmeye taraf olan pay sahipleri pay alım teklifinde bulunmak durumunda kalacaklardır.

Ayrıca pay sahipleri arasında özel sözleşmeler yapılmasına bağlı olarak ortaklık yönetim kontrolünün ele geçirildiği, ancak pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünün doğmadığı bir durum bulunmaktadır. PayATT m. 14/1-b'ye göre pay iktisabı olmaksızın özel yazılı sözleşmelerle yönetim kontrolünün ele geçirilmesinde, bu sözleşmelerin genel kurul tarafından onaylanması ve genel kurul toplantısına katılarak olumsuz oy kullanıp muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahiplerine ayrılma hakkı verilmesi hâlinde pay alım teklifi yükümlülüğü doğmamaktadır. Bu durumda kolektif yatırım kuruluşları ve diğer pay sahipleri denetim amacıyla bir araya gelip, aralarında akdedecekleri yazılı sözleşme sonucunda ortaklığın yönetim kontrolüne ilişkin kontrol oranlarını aşsalar dahi söz konusu sözleşme ortaklık genel kurulunda onaylanır ve genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanıp muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahiplerine ayrılma hakkı verilirse kolektif yatırım kuruluşları ve diğer pay sahipleri bakımından pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü doğmayacaktır. Gerçekten de kolektif yatırım kuruluşları ve diğer pay sahipleri ortaklık genel kurulunda ortaklık yönetimini gözetim amacıyla bir araya geldiklerini ve bu amacı takip etmek için

¹²⁰⁵ Sönmez, s. 291.

aralarında yazılı sözleşme yaptıklarını açıklamaları hâlinde ortaklık genel kurulunda bulunan ancak söz konusu sözleşmeye taraf olmayan pay sahiplerinin de desteğini alarak¹²⁰⁶ zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğüne tabi olmayabilirler¹²⁰⁷.

C- Yönetime Katılmanın Ortaklıkta Yönetim Kontrolü Değişikliğine Neden Olmasının Diğer Sonuçları

Kolektif yatırım kuruluşlarının tek başlarına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına veya söz konusu orana bağlı olmaksızın yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme ya da genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı payların çoğunluğuna sahip olmaları pay alım teklifi zorunluluğunun yanı sıra bazı yükümlülüklerle de neden olmaktadır.

Söz konusu yükümlülüklerden ilki özel durum açıklamaları bakımındandır. Buna göre kolektif yatırım kuruluşları tek başlarına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber payları borsada işlem gören bir ihraççının sermayesindeki payının veya toplam oy haklarının %50'sine ulaşması hâlinde bu durumu kamuya açıklamakla yükümlü olacaktırlar (ÖDT m. 12/1-a, 12/4 ve 22/1). Ayrıca ÖDT m. 27/1'e dayalı olarak SPK tarafından yayımlanan Özel Durumlar Rehberi¹²⁰⁸'nde ortaklık ele geçirmeleri özel durum açıklaması yükümlülüğüne tabi tutulmuştur (agm, p. 5.5).

İkincisi, Yöneticilerin Net Alım Satım Kazançlarını İhraççılara Ödemeleri Hakkında Tebliğ (YKİÖHT) hükümleri bakımındandır. Ortaklığın finansal veya faaliyet

¹²⁰⁶ Ortaklık yönetiminin kolektif yatırım kuruluşlarının da içerisinde bulunduğu birtakım pay sahipleri tarafından izlenmesi diğer pay sahiplerinin de yararındır. Bu yüzden, kolektif yatırım kuruluşu diğer pay sahipleriyle yaptıkları iş birliğinin amacını doğru ve etkili bir şekilde genel kurulda açıklarsa, sözleşmeye taraf olmayan pay sahipleri söz konusu sözleşmenin genel kurulda kabul edilmesini destekleyebilirler.

¹²⁰⁷ Bu durumda yönetim kontrolünü elde edenler tarafından PayATT m. 14/1-b kapsamında pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünün doğmadığı bilgisine de yer verilerek kamuya açıklama yapılacaktır (bkz. PayATT m. 14/2).

¹²⁰⁸ Söz konusu metne erişim için bkz. <https://spk.gov.tr/Web/Ara?text=%C3%B6zel+durumlar+rehberi>.

politikalarını, kararlarını veya hedeflerini doğrudan veya dolaylı olarak belirleme veya kontrol etme gücüne sahip olanlar ortaklık yöneticileri arasında sayıldığından (YKİÖHT m. 4/1-c ve ç), kolektif yatırım kuruluşları tek başlarına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber ortaklığın yönetim kontrolünü ele geçirdiklerinde herhangi bir altı aylık dönem içerisinde yönetim kontrolüne sahip oldukları halka açık anonim ortaklıkların paylarında gerçekleştirecekleri alım ve satım veya satım ve alım işlemlerinden kazanç elde etmeleri durumunda söz konusu net kazancı ortaklığa ödemekle yükümlü olacaklardır (YKİÖHT m. 5/1).

D- Diğer Pay Sahipleriyle İş Birliği Yapılmasına Muafiyet Tanınması Önerisi

Katılımcı pay sahipliğinde halka açık ortaklıkların yönetimlerinin ele geçirilmesi amaçlanmamakta, ortaklıkların uzun vadeli ve değer yaratan bir ortaklık olabilmeleri için ortaklıkların yönetiminin kolektif yatırım kuruluşlarınca takip edilmesi istenmektedir. Ayrıca kolektif yatırım kuruluşlarının zorunlu pay alım teklifinde bulunarak ortaklıkta daha fazla paya sahip olması¹²⁰⁹, pay alım ve satımı neticesinde elde ettikleri net kazancı ortaklığa iade etmesi gibi sonuçlar kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerindeki varlıkları ve bu varlıkların oranını belirleme özgürlüğünü kısıtlamakta, diğer bir deyişle portföy işletmeciliği faaliyetinin nitelikleriyle örtüşmemektedir. Bu sorumluluklar kolektif yatırım kuruluşlarının, pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmasını sınırlamaktadır.

Örneğin, *Infineon* ortaklığının uzun vadedeki ilerleyişini değiştirmek için ortaklığın yönetim kurulu başkanının görevden alınmasını isteyen pay sahibi *Hermes Investment Management*, söz konusu eylemin zorunlu pay alım teklifine neden olmaması için bu konuda diğer pay sahipleriyle herhangi bir temas kurmamış, ancak diğer kolektif

¹²⁰⁹ Kolektif yatırım kuruluşlarının zorunlu pay alım teklifinden doğacak maliyetleri karşılayacak güce sahip olmadıkları belirtilmektedir (*Heinen*, s. 40).

yatırım kuruluşlarının ve pay sahiplerinin kendisini takip etmesi için ortaklık genel kurulu öncesinde söz konusu planını kamuoyuyla paylaşmıştır¹²¹⁰.

Öğretide denetim amaçlı iş birliği kapsamında yürütülen faaliyetlerin birlikte hareket olarak nitelendirilmesinin ve iş birliği yapan pay sahipleri için zorunlu pay alım teklifi öngörülmesinin pay sahiplerinin yönetime karşı ilgisiz kalmalarına neden olabileceği ve ortaklık yöneticilerinin pay sahiplerince gözetilmesi olasılığını ortadan kaldıracabileceği ifade edilmektedir¹²¹¹. Bu yüzden kolektif yatırım kuruluşlarının kendi aralarında veya diğer pay sahipleriyle iş birliği yaparken söz konusu iş birliğinin ortaklığın yönetim kontrolünü ele geçirmeyi amaçlamadığını taahhüt etmeleri hâlinde zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğünden muaf tutulmaları önerilmektedir¹²¹².

Söz konusu önerinin Türk hukukundaki mevcut düzenlemelere göre kabul edilemeyeceği kanaatindeyiz. Zira anılan düzenlemelerde kontrol oranlarının aşılması kural olarak yönetim kontrolü değişikliğinin kabulü için yeterli kabul edilmekte, buna karşılık yönetsel hakların fiilen kullanılmaya başlanması veya pay sahiplerinin bir araya gelme amaçları sonucu değiştirmemektedir¹²¹³. Diğer bir ifadeyle, mevzuatımızda belirtilen kontrol oranlarının aşılması ortaklığın yönetim kontrolünün değişmesi bakımından kesin karine olarak kabul edilmektedir¹²¹⁴. Kaldı ki böyle bir istisnanın düzenlenmesi de kolay değildir. Zira aralarında hassas bir denge bulunan denetim amaçlı iş birliği ve yönetim amaçlı iş birliğinin sınırlarını belirlemek zordur. Denetim amaçlı iş birliklerine muafiyet tanınırsa, yönetim amaçlı iş birliği kapsamında olan eylemler muafiyet hâli içerisinde kalabilir ve birlikte hareket eden pay sahipleri ortaklığın yönetim

¹²¹⁰ Heinen, s. 40.

¹²¹¹ Sönmez, s. 292; Ghetti, s. 599.

¹²¹² Klöhn, s. 209; Alvaro/Maugeri/Strampelli, s. 48; Ghetti, s. 627-628; Strampelli, Giovanni: *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, SLR 2018, Vol. 55, No. 4, s. 850.

¹²¹³ Sönmez, s. 285.

¹²¹⁴ Sönmez, s. 269.

kontrolünü ele geçirmelerine rağmen, pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğüne tabi olmayabilirler¹²¹⁵.

Buna karşılık, kolektif yatırım kuruluşları ortaklığın yönetimine katılmak için diğer pay sahipleriyle iş birliği yapar ve bu iş birliği neticesinde mevzuatta belirtilen kontrol oranlarını aşarlarsa PayATT m. 18/1’de genel olarak öngörülmüş olan muafiyet hâllerinden yararlanabilirler. Bu kapsamda özellikle PayATT m. 18/1-b hükmünden faydalanılabileceği kanaatindeyiz. Anılan hükme göre yönetim kontrolünün elde edilmesinden sonra, halka açık ortaklık paylarına ilişkin hakların herhangi bir genel kurul toplantısında kullanılmamış olması veya ortaklık yönetim kurulunda herhangi bir değişiklik yapılmaması koşuluyla halka açık ortaklık sermayesinde sahip olunan paylardan pay alım teklifi yapma zorunluluğunu gerektiren kısmın elden çıkarılması veya SPKr tarafından uygun görülecek bir sürede elden çıkarılacağı yazılı olarak taahhüt edilmesi durumunda SPKr pay alım teklifinde bulunma zorunluluğuna muafiyet verebilmektedir. Bu durumda, kolektif yatırım kuruluşları diğer pay sahipleriyle yaptıkları iş birliği neticesinde ortaklığın yönetim kontrolünü teorik olarak ele geçirir, ancak pay sahipliğine ilişkin haklarını genel kurulda kullanmadan ve ortaklık yönetim kurulunda herhangi bir değişiklik yapmadan pay alım teklifi yapma zorunluluğu doğuran payları elden çıkarırlarsa veya elden çıkaracaklarını yazılı olarak taahhüt ederlerse, SPKr’nın kararıyla pay alım teklifinde bulunma zorunluluğundan muaf olabileceklerdir (PayATT m. 18/2).

Ayrıca kolektif yatırım kuruluşlarının diğer pay sahipleriyle iş birliği yaptığı hâllere muafiyet tanınması önerisine ek olarak konuyla ilgili farklı öneriler de bulunmaktadır. Bunlardan ilki, kolektif yatırım kuruluşlarının diğer pay sahipleriyle nasıl iş birliği yapabileceklerinin gözetim kodlarında (Türk hukukunda SYİ’de) daha detaylı

¹²¹⁵ Ghetti, s. 610.

bir şekilde ve örneklerle açıklanmasıdır¹²¹⁶. Gerçekten de portföy yönetim ortaklıklarının diğer pay sahipleriyle iş birliği yapmasının düzenlendiği SYİ'nin üçüncü ilkesi en az uygulama önerisinin sunulduğu ilkedir (yalnızca bir öneri bulunmaktadır). Dolayısıyla SPKr'nin, SYİ'nin üçüncü ilkesindeki önerinin tıpkı İngiltere'nin yayımladığı uygulama bildirisindeki veya ESMA'nın yayımladığı bilgi notundaki¹²¹⁷ gibi birtakım örneklerle açıklamasının hem kolektif yatırım kuruluşlarına yol gösterebileceği hem de kolektif yatırım kuruluşlarının, pay sahibi oldukları ortaklıkların yönetim kontrolünün ele geçirilmesine ilişkin koşullara dikkat etmelerine yardımcı olabileceği kanaatindeyiz.

İkinci öneri ise kolektif yatırım kuruluşlarının diğer pay sahipleriyle iş birliği yapmaları durumunda tarafsız ve bağımsız bir üçüncü kişinin söz konusu iş birliği faaliyetlerini takip etmesi, yapılması planlanan eylemleri filtrelemesidir. Böylelikle ortaklıkta yönetim kontrolü değişikliğine neden olabilecek iş birlikleri henüz gerçekleşmeden üçüncü kişi tarafından engellenecektir. Buna karşılık, üçüncü kişinin izin verdiği faaliyetler zorunlu pay alım teklifine neden olmayacaktır¹²¹⁸. Kanaatimizce söz konusu önerinin uygulanması pratik değildir. Zira katılımcı pay sahipliği kolektif yatırım kuruluşlarına bir gözetim rolü vermektedir. Bu önerinin kabul edilmesi hâlinde gözetenin (kolektif yatırım kuruluşuna) de gözetildiği bir durum ortaya çıkmaktadır. Gözetim kodlarında (SYİ'de) yapılacak detaylı açıklamalar ve verilecek örneklerle kolektif yatırım kuruluşlarının farkındalıklarının artırılmasının yeterli olacağını düşünmekteyiz.

VI. ÇAĞRI YOLUYLA VEKALET TOPLANMASINDAN KAYNAKLANABİLECEK SINIRLAR

Kolektif yatırım kuruluşları diğer pay sahipleriyle iş birliği yaptıklarında her bir pay sahibi ayrı ayrı oy kullanabileceği gibi, kolektif yatırım kuruluşları çağrı yoluyla

¹²¹⁶ Faure, s. 201.

¹²¹⁷ Bkz. Dördüncü Bölüm, V, B, 1, c.

¹²¹⁸ Puchniak/Varottil, s. 31-33.

diğer pay sahiplerinden vekalet toplayarak¹²¹⁹ onlar adına da oy kullanabilmektedirler¹²²⁰. Bu durumda Vekaleten Oy Kullanılması ve Çağrı Yoluyla Vekalet Toplanması Tebliği'nde belirtilen yasaklar, kolektif yatırım kuruluşlarının çağrı yoluyla vekalet toplayarak ortaklıkların yönetimine katılmasının hukuki sınırını oluşturmaktadır.

VekT m. 14/2'ye göre çağrı yoluyla vekalet toplanmasına ilişkin olarak sözlü beyanlar da dahil olmak üzere yapılacak tanıtım (belirli bir grubu hedef alan özel tanıtım toplantılarında açıklanan bilgiler dahil) ve reklamlarda yer alan bilgiler yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olmamalı ve vekalet toplayanın mevcut koşulları ile planlarına ilişkin olarak yatırımcıların yanlış fikirler edinmelerine yol açmamalıdır. Dolayısıyla, ortaklık yönetiminde etkinliklerini artırmak isteyen kolektif yatırım kuruluşları daha fazla sayıda pay sahibinin dikkatini çekebilmek ve böylelikle ortaklık genel kurulunda daha fazla oy gücüne sahip olabilmek için çağrı yoluyla vekalet toplamaya ilişkin tanıtımlarında veya reklamlarında yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik bilgiler vermemeli ve bu bilgiler kolektif yatırım kuruluşunun mevcut durumu ve planlarına ilişkin olarak diğer pay sahiplerinin yanlış fikir edinmelerine yol açmamalıdır. Kolektif yatırım kuruluşunun önerdiği adayın “yönetim kurulu üyesi seçilmesi hâlinde ortaklığın kârının geçen senelere göre yarı yarıya artacağı veya ortaklığın sektörde birinci sıraya yükseleceği” gibi ifadeler bu duruma örnek olarak gösterilmektedir¹²²¹.

Ayrıca çağrı yoluyla vekalet toplanması ortaklığın yönetim kontrolünü elde etmek amacıyla da yapılabilmektedir (VekT m. 11/1). Çağrı yoluyla vekalet toplayanlar ortaklığın yönetimini ele geçirmek istiyorlarsa, VekT'nin 3 numaralı Ek'inde örnek

¹²¹⁹ Çağrı yoluyla vekalet toplanması, halka açık ortaklıklarda pay sahiplerinin genel kurul toplantılarına ilgi duymamalarının yarattığı olumsuz sonuçları gidermeye yöneliktir (*Turanboy, Asuman: Anonim Şirketlerde Temsilci Aracılığıyla Oy Kullanma ve Hissedarlara Çağrı Yoluyla Oyda Vekâlet*, AÜHFĐD 1996, C. 45, S. 1, s. 433).

¹²²⁰ Örnek için bkz. dn. 876.

¹²²¹ *Özdemir, Pay Sahibi Eylemciliği*, s. 221.

olarak verilen bilgi formunun 8. maddesinde belirtilen açıklamaları yapmaları gerekmektedir (VekT m. 12/1). Kolektif yatırım kuruluşlarının diğer pay sahipleriyle denetim amaçlı iş birliği yaptıklarını, ancak bunun yönetim amaçlı iş birliğiyle (birlikte hareketle) karıştırılabileceğini ve koşulları sağlıyorsa söz konusu iş birliğinin zorunlu pay alım teklifine neden olabileceğini yukarıda belirtmiştik. Kolektif yatırım kuruluşları denetim amaçlı iş birliği kapsamında çağrı yoluyla vekalet toplamak isterlerse, hazırlayacakları bilgi formunda yönetim kontrolünü ele geçirme amacı gütmediklerini açıkça belirtmeleri kanaatimizce faydalı olacaktır. Böylelikle vekalet vermek isteyen pay sahipleri daha doğru bilgilendirilecektir.

VII. BİLGİYE DAYALI PİYASA DOLANDIRICILIĞI SUÇUNUN OLUŞMASINDAN KAYNAKLANABİLECEK SINIRLAR

Kolektif yatırım kuruluşlarının, pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılırken kullandıkları araçlardan bir diğeri de kamuoyu baskısıdır¹²²². Kolektif yatırım kuruluşları ortaklık yönetimine ilişkin taleplerinin ortaklık yöneticileri tarafından dikkate alınmasını sağlamak ve diğer pay sahiplerinin iradelerini etkilemek amacıyla gazete, dergi, televizyon, sosyal medya gibi çeşitli iletişim araçlarından yararlanarak kamuoyu önünde kampanya yürütmektedirler.

Kolektif yatırım kuruluşlarının kamuoyu baskısı amacıyla yürüttükleri faaliyetlerinin sınırını bilgiye dayalı piyasa dolandırıcılığı suçu oluşturmaktadır¹²²³. Buna göre kolektif yatırım kuruluşları sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya diğer yatırımcıların kararlarını etkilemek için yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi verir, söylenti çıkarır, haber verir, yorum yapar veya rapor hazırlar ve bu suretle menfaat

¹²²² Bkz. İkinci Bölüm, III, B, 6, d, ii.

¹²²³ *Schockenhoff/Culmann*, s. 300; *Graßl/Nikoleyczik*, s. 56; *Link*, s. 925-926; *Arnold*, *Beteiligung von Investmentgesellschaften*, s. 301.

sağarlarsa¹²²⁴ bilgiye dayalı piyasa dolandırıcılığı suçunu işlemiş olacaklardır (SPKn m. 107/2). Bu yüzden kolektif yatırım kuruluşları ortaklık yöneticileri üzerinde kamuoyu baskısı kurmak için yanlış veya yanıltıcı bilgileri, haberleri, yorumları, söylentileri veya raporları kamuoyuyla paylaşmamalıdır¹²²⁵. Aksi hâlde bilgiye dayalı piyasa dolandırıcılığı suçunun unsurları gerçekleşmiş olacak ve cezai yaptırımlarla karşılaşacaklardır (SPKn m. 107/2 ve 114/1).

SPKn. m. 107’de düzenlenen bilgiye dayalı piyasa dolandırıcılığı suçunun maddi unsurlarını oluşturan fiiller aynı zamanda piyasa bozucu eylemler içerisinde de düzenlenmiştir. PiBET’de “iletişim veya haberleşme yoluyla işlenen piyasa bozucu eylemler” başlığı altında düzenlenen m. 6/1’e göre sermaye piyasası araçlarının fiyatları, değerleri veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikte veya bunlara etki edebilecek piyasa göstergelerine ilişkin olarak yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi verilmesi, söylenti çıkarılması, haber verilmesi, özel durum açıklaması yapılması, yorum yapılması veya rapor hazırlanması, bu fiilleri gerçekleştirenler tarafından söz konusu fiillerin gerçekleştirilmesinden önce veya sonra ilgili sermaye piyasası aracında her türlü emir verilmesi veya işlem yapılması hâlinde piyasa bozucu eylem olarak değerlendirilmektedir¹²²⁶. Bu durumda, kolektif yatırım kuruluşlarının kamuoyu baskısı kapsamında yürüttükleri faaliyetlerde yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgileri, söylentileri, haberleri, yorumları veya raporları paylaşmaları piyasa bozucu eylemler kapsamında da yer alabilir ve kolektif yatırım kuruluşları idari para cezasıyla karşılaşabilirler (SPKn m. 104/1).

¹²²⁴ Bilgiye dayalı piyasa dolandırıcılığı suçunda menfaat elde etme koşulunun aranmasının yerinde olmadığı ifade edilmektedir (*Manavgat, Çağlar: Bilgiye Dayalı Manipülasyonda Menfaat Elde Etme Şartının Yerindeliği*, Batider 2017, C. 33, S. 2, s. 40).

¹²²⁵ Eklemek gerekir ki Türkiye Cumhuriyeti Anayasası’nda (RG. 09.11.1982, S. 17863) belirtilen düşüncüyü açıklama ve yayma hürriyetinin sınırlandırılmasına ilişkin kurallar (bkz. Anayasa m. 26/II) kolektif yatırım kuruluşlarının kamuoyu baskısı kapsamında yayımlayacakları bilgiler, haberler, yorumlar, açıklamalar bakımından da geçerlidir.

¹²²⁶ Piyasa bozucu eylemin unsurları hakkında bkz. Tok, Ahmet: *Sermaye Piyasası Hukukunda Piyasa Bozucu Eylemler*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2023, s. 46-107.

Piyasa bozucu eylemlerde menfaat temin edilmesine değinilmemesi (karş. PiBET m. 6/1 ve SPKn m. 107/2) ve bu eylemlerin makul bir ekonomik veya finansal gerekçeyle açıklanamayan, borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozacak nitelikte olması (SPKn m. 104/1) bilgiye dayalı piyasa dolandırıcılığı suçu ile iletişim veya haberleşme yoluyla işlenen piyasa bozucu eylemlerin birbirinden ayırt edilmesinde dikkate alınmaktadır¹²²⁷. Kolektif yatırım kuruluşları yalan, yanlış veya yanıltıcı birtakım bilgiler yayımlar ve ilgili sermaye piyasası aracında işlem yaparlarsa, söz konusu işlemlerden menfaat temin etmeseler bile, piyasanın güven ve istikrarını bozdukları için yapmış oldukları faaliyet piyasa bozucu eylem kapsamında değerlendirilebilmektedir. Bu yüzden kolektif yatırım kuruluşları ortaklıkların yönetimine katılmak için kamuoyu baskısı yapmayı planlıyorlarsa yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi, haber, söylenti, rapor paylaşmaktan veya yorumlarda bulunmaktan kaçınmalıdırlar¹²²⁸. Kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklık yönetimine yönelik talepleri ve pay sahiplerine yönelik teklifleri kamuya duyurması, ancak bu koşullar sağlanırsa hukuka uygun olacaktır¹²²⁹.

Bu durum karşısında belirtmek gerekir ki ortaklıklarla ilgili yeterli araştırmayı yaptıktan ve gerekli bilgileri topladıktan sonra kolektif yatırım kuruluşlarının kamuoyu önünde yapacakları açıklamalar veya kamuoyuyla paylaşacağı raporlar ortaklığın iş modelini, yöneticilerin faaliyetlerini eleştiren hususları içerebilmektedir. Nitekim SYİ'nin 1. İlkesi'nde portföy yönetim ortaklıklarının yatırım yaptıkları ortaklıkların faaliyetlerini, iş stratejilerini, uygulamalarını izleyecekleri, izleme sonucu oluşan

¹²²⁷ Piyasa bozucu eylem neticesinde menfaat elde edilmesi piyasa bozucu eylemleri gerçekleştiren kişilere verilecek olan idari para cezasının miktarını etkilemektedir (bkz. SPKn m. 104/1).

¹²²⁸ Özdemir, Pay Sahibi Eylemciliği, s. 220. Kolektif yatırım kuruluşları ortaklıkla ilgili herhangi bir bilgiyi, yorumu, açıklamayı kamuoyuyla paylaşmadan önce, yayımlayacakları bilgilerin doğruluğunu teyit etmek için makul bir çaba göstermelidirler (*Link*, s. 926). Örneğin, kolektif yatırım kuruluşları ortaklıkla ilgili bir rapor yayımlayacaklarsa, şüphe ettikleri bilgileri teyit etmek için ortaklıktan bilgi almayı deneyebilirler. Ancak ortaklık konuyla ilgili olarak önceden bir açıklama yapmışsa ve koşullarda bir değişiklik olmamışsa ortaklıktan tekrar bilgi almaya gerek yoktur (*Link*, s. 927).

¹²²⁹ Schockenhoff/Culmann, s. 300.

değerlendirme ve önerileri ortaklık yetkililerine iletecekleri ve yatırım yapılan sektördeki genel riskleri açıklayan yıllık bir rapor hazırlayacakları belirtilmiştir. Dolayısıyla, kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklıklarla ilgili eleştirel açıklamaları her zaman bilgiye dayalı piyasa dolandırıcılığı veya piyasa bozucu eylemler kapsamında değerlendirilmemelidir¹²³⁰. Keza PiBET m. 8/1’de, basın özgürlüğü kapsamındaki faaliyetlerin¹²³¹ piyasa bozucu eylem olarak değerlendirilmeyeceği açıkça belirtilmiştir.

Bu noktada suçun manevi unsuru olarak nitelendirilen kast unsurunun varlığı belirleyici olacaktır. Nitekim 5237 sayılı Türk Ceza Kanunu¹²³² m. 21/1’e göre suçun oluşması kastın varlığına bağlıdır. Kast, suçun kanuni tanımındaki unsurların bilerek ve istenerek gerçekleştirilmesidir. Bu durumda, kolektif yatırım kuruluşlarının bilgiye dayalı piyasa dolandırıcılığı suçunu işlediklerinin veya piyasa bozucu eylemlerde bulunduklarının kabulü için kolektif yatırım kuruluşlarının sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya diğer yatırımcıların kararlarını etkilemek için, bilerek ve isteyerek yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgileri, söylentileri, haberleri, yorumları, raporları yayımlamaları gerekecektir¹²³³. Bu amaç dışında kalan eylemler ise suç oluşturmayacaktır.

¹²³⁰ Brückner, s. 202.

¹²³¹ Basın özgürlüğü kapsamındaki faaliyetler hakkında bkz. Tok, Piyasa Bozucu Eylemler, s. 250-267.

¹²³² RG. 12.10.2004, S. 25611.

¹²³³ Link, s. 929; Graßl/Nikoleyczik, s. 56.

SONUÇ

Kolektif yatırım kuruluşları, yatırımcılardan topladıkları sermayelerle oluşturdukları portföyleri işleten kuruluşlardır. Türk hukukunda kolektif yatırım kuruluşları sözleşme hukukuna dayalı model (yatırım fonları) ile ortaklıklar hukukuna dayalı modelden (yatırım ortaklıkları) oluşmaktadır. Riskin dağıtılması ilkesi, profesyonel yönetim ilkesi ve portföyün korunması ilkesi kolektif yatırım kuruluşlarına hâkim olan ilkelerdir.

Kolektif yatırım kuruluşları, pay sahibi olarak veya pay sahibinin vekili olarak halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılma hakkı elde etmektedirler. 2000’li yılların başlarına kadar, kolektif yatırım kuruluşlarının faaliyetlerinin portföy işletmekten ibaret olduğu, dolayısıyla bu kuruluşların pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimini kontrol amacı gütmemeleri, yönetimine müdahale etmemeleri, ortaklığın hâkimiyetini ele geçirmeye yönelik işlemler yapmamaları gerektiği kabul edilmekteydi. Bu yüzden kolektif yatırım kuruluşlarının portföy işletme faaliyetlerini çeşitli biçimlerde kötüye kullanmalarını engellemek amacıyla, halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmaları çeşitli biçimlerde sınırlandırılmıştır. Ancak kolektif yatırım kuruluşlarının portföy işletmeciliği faaliyetini yerine getirirken pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmamaları gerektiğine ilişkin bu yaklaşımdan 2007-2009 yılları arasında yaşanan küresel ekonomik krizle birlikte vazgeçilmiştir.

Ekonomik kriz sonrasında ortaklık yöneticilerinin, kolektif yatırım kuruluşlarının, portföy yöneticilerinin, yatırımcıların, derecelendirme kuruluşlarının, analistlerin, diğer bir ifadeyle piyasa katılımcılarının faaliyetlerini yerine getirirken veya yatırım kararı alırken kısa vadeli sonuçlara odaklandıkları ve bu esnada uzun vadeli amaçları ve sonuçları olan kararlar almaktan imtina ederek uzun vadede elde edilebilecek başarıları

ve karşılaşılabilecek riskleri göz ardı ettikleri, diğer bir ifadeyle kısa vadeci davranışları tespit edilmiştir. Pay sahipliği bakımından ise kolektif yatırım kuruluşlarının da içerisinde bulunduğu pay sahiplerinin büyük bir kısmının ortaklıkların uzun vadede elde edebilecekleri başarılarla ve karşılaşılabilecekleri risklere yeteri kadar önem vermedikleri, ortaklık paylarını kısa vadede alıp satarak aradaki fark üzerinden kazanç elde etmeyi tercih ettikleri gözlemlenmiştir. Pay sahiplerinin kısa vadeci davranışları halka açık anonim ortaklıklar, kısa vadeci davranmayan diğer pay sahipleri, ortaklık yöneticileri, genel ekonomi ve çevre bakımından birtakım olumsuz sonuçları da beraberinde getirmektedir.

Pay sahipliğinde kısa vadeciliğe karşı birçok çözüm önerisi getirilmiştir. Bu önerilerden biri de halka açık anonim ortaklıklarda pay sahibi olan kolektif yatırım kuruluşlarının, oy hakkı, bilgi alma ve inceleme hakkı, dava hakkı gibi pay sahipliği haklarını ve kişisel görüşmeler, kamuoyu baskısı ve diğer pay sahipleriyle iş birliği gibi hukuken düzenlenmemiş bazı araçları ortaklıkların uzun vadeli daha iyi yönetilmesi için kullanarak ortaklıkların yönetimine katılmasını ifade eden katılımcı pay sahipliğidir (*shareholder engagement*).

Katılımcı pay sahipliği kolektif yatırım kuruluşlarının, pay sahipliği haklarını ve diğer yöntemleri aktif bir şekilde kullanarak ortaklığın işleyişini sağlayan iş ve işlemleri gözetmesi anlamına gelmektedir. Kolektif yatırım kuruluşları halka açık anonim ortaklıkların geleceğini ilgilendiren iş ve işlemlerde gözetim rolü üstlenerek ortaklık yönetiminde etkili olmaktadır. Katılımcı pay sahipliğinde, kolektif yatırım kuruluşları ortaklığın iyi yönetilmesi ve gözetilmesi için ortaklık yönetimiyle sürekli diyalog hâlinde ve sunduğu tavsiyelerle ortaklık yönetimine yardımcı olmaya çalışmaktadır. Katılımcı pay sahipliği, kolektif yatırım kuruluşlarını halka açık ortaklıkların yönetim kurulları karşısında destekleyici, teşvik edici ve denetleyici bir rol üstlenmeye teşvik etmektedir.

Kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıklarda sahip oldukları pay miktarının artmasına bağlı olarak pay sahipleri demokrasisinin işlevsizleşmesi, pay sahipliğinde kısa vadecilikte kaynaklanan sorunlar üzerinde önemli bir etkiye sahip olmaları ve profesyonelce yönetilmeleri katılımcı pay sahipliğinde kolektif yatırım kuruluşlarına odaklanılmasına, diğer bir ifadeyle katılımcı pay sahipliğinin kolektif yatırım kuruluşları üzerinden uygulanmasına neden olmuştur. Gerçekten de mülkiyetin ve kontrolün ayrışmasından kaynaklanan vekil-müvekkil ilişkisini iki seviyeli bir hâle getiren kolektif yatırım kuruluşlarının kısa vadeci davranarak halka açık ortaklıkların kötü yönetilmesine sebebiyet vermeleri karşısında aynı sorunun tekrarlanmaması için, kolektif yatırım kuruluşlarının yatırım davranışları değiştirilmek istenmiştir. Bu bağlamda, başkalarının mal varlıklarını yöneten kolektif yatırım kuruluşlarının daha sorumlu ve özenli davranması gerektiği, kurumsal yönetim içerisinde önemli bir rol üstlenerek halka açık anonim ortaklıkların kurumsal yönetimini güçlendirebilecekleri ve ortaklıkların uzun vadeli başarısına katkı sağlayabilecekleri düşünülerek katılımcı pay sahipliği kavramı kabul edilmiştir.

Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmasını sağlamak için çeşitli düzenleme önerileri sunulmuş ve bunlar arasından kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmaları konusunda kamuyu aydınlatması yaklaşımı tercih edilmiştir. Kamuyu aydınlatma düzenlemeleri aracılığıyla kolektif yatırım kuruluşlarının, katılım politikalarını, katılım politikalarını nasıl uyguladıklarını ve yatırım stratejilerini kamuya açıklamaları beklenmektedir.

Kolektif yatırım kuruluşlarının faaliyetlerinde şeffaflığın sağlanmasıyla kolektif yatırım kuruluşları üzerinde bir baskı yaratılarak önceden ilan ettikleri politikaların ve stratejilerin kuruluşlar tarafından uygulanması teşvik edilmektedir. Bunu yanı sıra kolektif yatırım kuruluşları kamuya yapacakları açıklamalarla kendilerine yatırım yapan

yatırımcılara hesap vermeleri sağlanmaktadır. Gerçekten de kolektif yatırım kuruluşları portföy işletmeciliği faaliyeti için yatırımcılardan toplamış oldukları fonları nasıl, ne amaçla ve hangi yöntemleri takip ederek kullandıklarını ve portföy işletmeciliği faaliyetinin sonuçlarını ayrıntılı olarak kamuya açıklamaktadırlar. Böylelikle kolektif yatırım kuruluşlarının portföy işletmeciliği faaliyetinde daha sorumlu ve özenli davranmaları, kendilerine aktarılan fonları kötüye kullanmamaları ve yatırımcıların sermaye piyasalarına duydukları güvenin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılması için, SPK Kurul Karar Organı 16.02.2024 tarihinde Sorumlu Yönetim İlkeleri'ni (SYİ) kabul etmiştir. SYİ yatırım yapılan ortaklıklara yönelik izleme faaliyetleri (1. İlke), yatırım yapılan şirketler ile etkileşim faaliyetleri (2. İlke), ilgili tüm paydaşlar ile iş birliği faaliyetleri (3. İlke), yönetilen portföylerdeki varlıklara ait oy haklarının kullanımı (4. İlke) ile çevresel, sosyal, yönetim faktörlerinin sorumlu yönetim politikasına dahil edilmesi (5. İlke) konularında düzenlenen toplam beş ilkeden oluşmaktadır. Her bir ilke için "Uygulama Önerileri" başlığı altında ilkelerin uygulanmasında kullanılabilecek yaklaşım ve yöntemler örneklendirilmiştir. Ayrıca SPK Kurul Karar Organı'nın 21.11.2024 tarihli kararıyla Sorumlu Yönetim İlkeleri Rehberi (SYİ Rehberi) kabul edilerek, sorumlu yönetim ilkelerine ilişkin uygulamaların raporlanmasında esas alınacak raporlama standartları söz konusu rehberde açıklanmıştır.

Kolektif yatırım kuruluşlarının hukuken düzenlenen ve düzenlenmeyen araçları kullanarak halka açık anonim ortaklıkların yönetiminde, sahip oldukları sınırlı pay ve oy hakkının ötesinde bir etki yaratmaya çalışmaları ticaret hukukunda ve sermaye piyasası hukukunda geçerli olan bazı kuralları ve ilkeleri ihlal edebilecek niteliktedir. Bu kapsamda hakkın kötüye kullanılması yasağı, kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılırken kullandıkları pay sahipliği hakları bakımından genel bir sınır oluşturmaktadır.

Kolektif yatırım kuruluşlarının kişisel görüşmeler, kamuoyu baskısı ve diğer pay sahipleriyle iş birliği gibi hukuken düzenlenmemiş araçlardan yararlanmaları da bazı hukuki sınırlara takılmaktadır. Kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklık yöneticileriyle yapacakları kişisel görüşmelerde anonim ortaklıklar hukukunda geçerli olan eşit işlem ilkesi etkili olmaktadır. Ayrıca ortaklık sırrı ve kamuyu aydınlatmaya ilişkin hükümler kişisel görüşmelerde ortaklık yöneticileri tarafından açıklanabilecek bilginin niteliği bakımından belirleyici olmaktadır.

Kolektif yatırım kuruluşlarının diğer pay sahipleriyle iş birliği yapmalarında, söz konusu iş birliğinin zorunlu pay alım teklifine neden olabileceği, dolayısıyla kolektif yatırım kuruluşlarının zorunlu pay alım teklifiyle sonuçlanmayacak şekilde diğer pay sahipleriyle iş birliği yapmaları önerilmektedir. Bununla birlikte kolektif yatırım kuruluşları diğer pay sahiplerinden çağrı yoluyla vekalet toplamayı tercih ederlerse, çağrı yoluyla vekalet toplanmasına ilişkin olarak yapacakları tanıtım ve reklamlarda yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olmamasına ve kolektif yatırım kuruluşlarının mevcut koşulları ile planlarına ilişkin olarak yatırımcıların yanlış fikirler edinmelerine yol açmamaya dikkat etmelidirler.

Kolektif yatırım kuruluşlarının ortaklık yöneticileri üzerinde kamuoyu baskısı oluşturmaları bakımından ise yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi vermeleri, söylenti çıkarmaları, haber paylaşımları, yorum yapmaları veya rapor hazırlamaları ve bu suretle menfaat temin etmeleri bilgiye dayalı piyasa dolandırıcılığı suçuna neden olacaktır. Kolektif yatırım kuruluşları menfaat temin etmeseler dahi yalan, yanlış veya yanıltıcı paylaşımlar neticesinde piyasa bozucu bir eylemde bulunmuş olacaklardır. Bu yüzden kolektif yatırım kuruluşları ortaklık yöneticileri üzerinde kamuoyu baskısı kurmak için yanlış veya yanıltıcı bilgileri, haberleri, yorumları, söylentileri veya raporları kamuoyuyla paylaşmamalıdır.

Türk hukukunda SYİ'nin kabul edilmesinin halka açık anonim ortaklıkların kurumsal yönetimi, Türk sermaye piyasalarında kolektif yatırım kuruluşlarına yatırım yapan yatırımcılar ve ülke ekonomisi bakımından yararlı olacağı kanaatindeyiz. Zira ülkemizin ekonomik gücünde önemli bir çarpan olan halka açık anonim ortaklıkların, kolektif yatırım kuruluşlarınca gözetilmesi ortaklıkların daha iyi yönetilmesini amaçlamaktadır. Halka açık anonim ortaklıkların iyi yönetilmesi ortaklıklar ve pay sahiplerinin yanı sıra çalışanların, ortaklık alacaklılarının, ülke ekonomisinin yararındadır.

Buna karşılık, SYİ'ye yönelik bazı eleştirilerimiz ve önerilerimiz de bulunmaktadır. Öncelikle, SYİ'nin, bir kurul kararı olarak kabul edilmesinin uygun olmadığı kanaatindeyiz. Diğer hukuk sistemlerindeki düzenlemeler ile SYİ'yi kıyasladığımızda, SYİ'nin normlar hiyerarşisinde KYİ ile aynı seviyede olması gerektiğini düşünmekteyiz. Nitekim başta İngiltere olmak üzere birçok ülkede kurumsal yönetim düzenlemelerine paralel seviyede ayrı bir gözetim kodu (*stewardship code*) bulunmaktadır. Bununla birlikte söz konusu ilkeler G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde olduğu gibi bazı kurumsal yönetim düzenlemeleri içerisinde ayrı bir bölüm olarak da düzenlenebilmektedir. Hatta Alman ve Avusturya hukukunda genel kanunlar içerisinde düzenlenmiştir. Bu yüzden SYİ'nin ayrı bir tebliğ olarak veya KYİ içerisinde bir bölüm olarak düzenlenmesinin kolektif yatırım kuruluşlarının SYİ'ye uygun davranmalarının sağlanmasında daha etkili olacağı kanaatindeyiz.

SYİ'nin kapsamı da eleştiriye açıktır. SYİ, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde düzenlenen menkul kıymet yatırım fonlarını kapsamaktadır. Ancak söz konusu tebliğ ağırlıklı olarak pay senetlerine yatırım yapan yatırım fonlarının yanı sıra para piyasalarına veya kıymetli madenlere de yatırım yapan yatırım fonlarını da kapsamaktadır. Ancak diğer ulusal ile uluslararası düzenlemelerin genelinde ağırlık olarak pay senetlerine yatırım yapan kolektif yatırım kuruluşları kapsam içerisinde tutulmaktadır. Bu yüzden SYİ'nin ağırlıklı olarak halka açık anonim ortaklıkların

paylarına yatırım yapan yatırım fonlarını kapsayacak şekilde düzenlenmesinin daha faydalı olacağı kanaatindeyiz. Bu bağlamda, halka açık anonim ortaklıkların paylarına yatırım yapan emeklilik fonlarının ve pay piyasası endekslerine yatırım yapan borsa yatırım fonlarının SYİ'nin kapsamına alınmasını, buna karşılık para piyasası araçlarına ve kıymetli madenlere yatırım yapan yatırım fonlarının SYİ'nin kapsamından çıkarılmasını önermekteyiz.

Portföy yönetim ortaklıklarının hazırlayarak yayımlayacakları raporlar bakımından da eleştirilerimiz bulunmaktadır. Portföy yönetim ortaklıkları oy haklarını nasıl kullandıklarına ilişkin bilgiyi sorumlu yönetim ilkeleri politikasının uygulanmasına ilişkin raporda açıkladıkları için, bu bilgiyi ayrıca tekrar açıklamalarının gerekli olmadığı kanaatindeyiz. Ayrıca kolektif portföy yönetimi hizmeti alınması durumunda, yönetici portföy yönetim ortaklığının kurucu portföy yönetim ortaklığına yapacağı raporlamaya ilişkin esaslara portföy yönetim sözleşmesinde yer verileceği SYİ'de belirtilmiştir. Ancak kolektif portföy yönetimi hizmeti alan kurucu portföy yönetim ortaklığının bu konuda bir rapor yayımlaması gerektiğini düşünmekteyiz. Kanaatimizce, kolektif portföy yönetimi hizmeti alınması hâlinde kurucu portföy yönetim ortaklığınca paylaşılacak olan raporun içeriğine ilişkin bir örnek SYİ Rehberi'nde olmalıydı.

SYİ Rehberi'nde, portföy yönetim ortaklığının teftiş biriminin, portföy yönetim ortaklığı tarafından yayımlanan uygulama raporunda yer verilen bilgi ve açıklamaları inceleyerek bunların tutarlılığı, gerçeği dürüst bir biçimde yansıtıp yansıtmadığı, hata veya eksiklik içerip içermediği hakkında beyan hazırlayacağı belirtilmiştir. PortYönŞT m. 13/3'te, portföy yönetim ortaklığına bağlı ve ortaklığın yönetim kuruluna karşı sorumlu olduğu belirtilen teftiş birimince hazırlanacak olan beyanın tarafsız ve bağımsız bir şekilde hazırlanıp hazırlanamayacağının sorgulanacağı kanaatindeyiz. Bu yüzden söz konusu değerlendirmenin teftiş birimi yerine tarafsız ve bağımsız üçüncü bir kişi tarafından yapılması düzenlenebilir.

Portföy yönetim ortaklığının ve fonun KAP sayfasında ve resmî internet sitesinde duyurulacak bilgi ve raporların ne kadar süreyle erişime açık kalacağı SYİ’de belirtilmemiştir. Bu konuda, söz konusu bilgi ve raporlara erişilmesinde asgari bir sürenin belirlenmesi yararlı olurdu. Raporlara asgari bir süreyle erişim imkânı tanınması yatırımcıların geçmiş raporları incelemesini ve karşılaştırmasını, portföy yönetim ortaklıklarının bürokratik işlemlerden belirli bir süre sonrasında muaf olmasını ve uygulamada standartlaşmayı sağlayacaktır.

SYİ’nin üçüncü ilkesinde portföy yönetim ortaklıklarının diğer pay sahipleriyle iş birliği yapabileceği ifade edilmekte, ancak konuya ilişkin olarak çok az uygulama önerisi sunulmaktadır. Portföy yönetim ortaklıklarının diğer pay sahipleriyle iş birliği yapması zorunlu pay alım teklifine neden olabilmektedir. Dolayısıyla SPKr’nin, SYİ’nin üçüncü ilkesindeki önerilerini tıpkı İngiltere’nin yayımladığı uygulama bildirisindeki ve ESMA’nın yayımladığı bilgi notundaki gibi birtakım örneklerle açıklamasının hem portföy yönetim ortaklıklarına yol gösterebileceği hem de portföy yönetim ortaklıklarının, pay sahibi oldukları ortaklıkların yönetim kontrolünün ele geçirilmesine ilişkin koşullara dikkat etmelerine yardımcı olabileceği kanaatindeyiz.

Portföy yönetim ortaklıkları diğer pay sahipleriyle iş birliği yaptıklarında çağrı yoluyla diğer pay sahiplerinden vekalet toplayarak onlar adına da oy kullanabilmektedirler. Çağrı yoluyla vekalet toplanması ortaklığın yönetim kontrolünü elde etmek amacıyla da yapılabilmektedir (VekT m. 11/1). Çağrı yoluyla vekalet toplayanlar ortaklığın yönetimini ele geçirmek istiyorlarsa, VekT’nin 3 numaralı Ek’inde örnek olarak verilen bilgi formunun 8. maddesinde belirtilen açıklamaları yapmaları gerekmektedir (VekT m. 12/1). Kanaatimizce, söz konusu bilgi formunun benzerinin portföy yönetim ortaklıkları için özel olarak hazırlanması ve VekT’nin eklerine dahil edilmesi yararlı olacaktır. Böylelikle portföy yönetim ortaklıkları denetim amaçlı iş birliği kapsamında çağrı yoluyla vekalet toplamak isterlerse, hazırlayacakları bu bilgi formunda

yönetim kontrolünü ele geçirme amacı gütmediklerini açıkça belirterek vekalet vermek isteyen pay sahiplerini daha doğru bilgilendireceklerdir.

SYİ'nin dördüncü ilkesinde oy haklarının kullanımında gerekli özen ve titizliğin gösterileceği ifade edildikten sonra, oy hakkı kullanıma ilişkin esasların belirleneceği belirtilmiştir. Konuya ilişkin verilen örnekler kanaatimizce eksiktir. Bu kapsamda oy hakkı kullanımındaki esaslara örnek olarak ortaklık genel kurullarındaki önemli gündem maddeleri SYİ'de örnek olarak verilmeliydi. Gerçekten de portföy yönetim ortaklıklarının, halka açık anonim ortaklıkların faaliyetlerini ve yöneticilerini etkili bir şekilde gözetmeleri için özellikle ortaklık sermayesinin artırılması ve azaltılması gibi esas sözleşmenin değiştirilmesini gerektiren konularda, yöneticilere ödenecek ücretin belirlenmesi, ortaklık yönetim kurulu üyelerinin ibrası, seçilmesi ve görevden alınması, ortaklık kârının nasıl kullanılacağı gibi stratejik konularda ne şekilde oy kullanacaklarını, bu konulara yaklaşımlarıyla birlikte açıklamalıdır. Nitekim SYİ'nin uygulama esasları bölümünde oy haklarının ne şekilde kullanıldığının raporlanacağı belirtilmiştir. Portföy yönetim ortaklıkları genel olarak gündem maddeleriyle ilgili oy haklarını nasıl kullanmayı planladıklarını SYİ politikasında açıklamalıdır ki yatırımcılar hem SYİ politikası ile oy kullanma raporu arasında bir kıyas yapabilsinler hem de portföy yönetim ortaklığının halka açık anonim ortaklıkların önemli gündem maddeleriyle ilgili ne yönde oy kullanmayı planladıklarını SYİ politikasında görerek yatırım kararı verebilsinler.

Ayrıca KYİ'de SYİ'yi destekleyecek şekilde bazı değişiklikler yapılması gerektiği kanaatindeyiz. Zira başta Alman ve İsviçre hukuku olmak üzere birçok hukuk sisteminde kurumsal yönetim düzenlemeleri ile gözetim kodları arasında birbirini tamamlayan ve destekleyen hükümler bulunmaktadır. Bu kapsamda örnek olarak ortaklık yöneticilerinin pay sahiplerinin fikirlerine önem vermesi gerektiği, pay sahipleriyle iletişime açık olması gerektiği, pay sahipleriyle bilgi paylaşırken eşit işlem ilkesine ve kamuyu aydınlatma düzenlemelerine dikkat etmesi gerektiği, kolektif yatırım kuruluşlarının kurumsal

yönetimde önemli bir konuma sahip olduklarının belirtilmesi, kolektif yatırım kuruluşlarına TTK m. 360/1 bağlamında ortaklık yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınabileceği, kolektif yatırım kuruluşlarıyla ortaklık yöneticilerinin gerçekleştirecekleri kişisel görüşmelerin canlı yayın olarak diğer pay sahipleri tarafından izlenebileceği KYİ’de düzenlenebilir. Gerçekten de kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların yönetiminde etkili olabilmeleri esasen ortaklık yöneticilerinin bu konuya ne kadar açık olduklarına bağlıdır. KYİ’de öngörülecek düzenlemelerle ortaklık yöneticilerinin farkındalıkları artırılarak kolektif yatırım kuruluşlarına yardımcı olmaları sağlanabilir.

Son olarak belirtmek gerekir ki SPKr’nin SYİ’yi yatırımcılara tanıtmaya ilişkin çeşitli faaliyetlerde bulunması gerektiği kanaatindeyiz. Zira SYİ “uy ya da açıkla” prensibine dayandırıldığı için portföy yönetim ortaklıklarının SYİ’yle uyumlu hareket etme ihtimalleri düşmektedir. Bu durum karşısında yatırım fonlarına yatırım yapan yatırımcıların SYİ’nin varlığına ve önemine ilişkin farkındalıklarının artırılması, onların yatırım fonu tercihlerinde belirleyici olabilecektir. Yatırımcıların farkındalıkları arttıkça, portföy yönetim ortaklıklarının SYİ’ye uyum çabaları da artacaktır. Bu kapsamda, portföy yönetim ortaklıklarının SYİ kapsamında gösterecekleri faaliyetlere ilişkin bilgilerin (örneğin portföy yönetim ortaklıklarının ortaklık genel kurullarına katılmaları, oy hakkını kullanmaları, bilgi alma ve inceleme hakkını kullanmaları, ortaklık yöneticileriyle kişisel görüşmelerde bulunmaları, diğer pay sahipleriyle iş birliği yapmaları gibi konularda) istatistiklerinin oluşturulmasının ve kamuya paylaşılmasının önem arz ettiğini düşünmekteyiz.

KAYNAKÇA*

I. KİTAP VE MAKALELER

- Adıgüzel, Burak: *Sermaye Piyasası Hukuku*, B. 6, Ankara: Adalet Yayınevi, 2025.
- Aguilera, Ruth/Crespi-Cladera, Rafel: *Global Corporate Governance: On the Relevance of Firms' Ownership Structure*, Journal of World Business 2016, Vol. 51, s. 50-57.
- Akdağ Güney, Necla: *Anonim Şirketlerde Eşitlik İlkesi*, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2014, C. 18, S. 3-4, s. 115-135 (*Eşitlik İlkesi*).
- Akdağ Güney, Necla: *Anonim Şirket Yönetim Kurulu*, B. 2, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2016 (*Yönetim Kurulu*).
- Akdağ Güney, Necla: *Anonim Şirketlerde Pay Sahiplerinin Aktif ve Pasif Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı Üzerine Bazı Düşünceler*, Regesta Ticaret Hukuku Dergisi 2019, C. 4, S.1, s. 37-56 (*Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı*).
- Aksoy, Murat Uğur: *Yatırım Ortaklıklarının Temel Kavramları Üzerine*, İktisat ve Maliye Dergisi 1974, C. 20, S. 11, s. 412-418 (*Temel Kavramlar*).
- Aksoy, Murat Uğur: *Yatırım Ortaklıklarının Almanya'daki Gelişimi ve Kuruluşu*, İktisat ve Maliye Dergisi 1974, C. 21, S. 2, s. 66-73 (*Kuruluş*).
- Albath, Christina: *Shareholder Activism im Rahmen der Hauptversammlung Eine Untersuchung unter Berücksichtigung von aktienrechtlichen, kapitalmarktrechtlichen und praktischen Beschränkungen*, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2022.
- Alexander, Kern: *Banking Regulation and Environmental Sustainability*, Amicus Curiae 2015, No. 104, s. 2-9.
- Almeida, Heitor/Erşahin, Nuri/Fos, Vyacheslav/Irani, Rustom/Kronlund, Mathias: *How Do Short-Term Incentives Affect Long-Term Productivity?*, European Corporate Governance Institute 2020, Working Paper No: 662/2020, s. 1-35.
- Altay, Sıtkı Anlam: *Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları*, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu 6-7 Haziran

* Birden çok eserinden yararlanılan yazarlara yapılan atıflarda kullanılan kısaltmalar, parantez içinde gösterilmiştir.

- 2013 İstanbul (Ed. Özkorkut, Korkut), Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2017, s. 197-230.
- Alvaro, Simone/Maugeri, Marco/Strampelli, Giovanni: *Institutional Investors, Corporate Governance and Stewardship Codes: Problems and Perspectives*, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa 2019, Legal Research Papers No. 19, s. 1-78.
- Anderson, Robert: *The Long and Short of Corporate Governance*, George Mason Law Review 2015, Vol. 23, No. 1, s. 19-68.
- Arnold, Micheal: *Beteiligung von Investmentgesellschaften und Hedgefonds an börsennotierten Gesellschaften*, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2-3/2021, s. 281-318 (*Beteiligung von Investmentgesellschaften*).
- Arnold, Michael: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz* (Hrsg. Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne), Aufl. 6, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2024 (*Münchener Kommentar*).
- Arriba-Sellier, Nathan: *Turning Gold Into Green: Green Finance in the Mandate of European Financial Supervision*, Common Market Law Review 2021, Vol. 58, No. 4, s. 1097-1140.
- Arslanlı, Halil: *Anonim Şirketler, Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller, C. II-III*, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1960.
- Asplund, Aino: *Lost in Accountability. 'Comply or Explain', 'Apply or Explain' and 'Apply and Explain' in a test: The Barriers to Company Benefit?*, University of Oslo Faculty of Law 2020, Research Paper No. 2020-24, s. 111-142.
- Aytaç, Zühtü: *Anonim Ortaklıklarda İbra*, Ankara: Sevinç Matbaası, 1982 (*İbra*).
- Aytaç, Zühtü: *Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 1988 (*Sermaye Piyasası Hukuku*).
- Aytaç, Zühtü: *Halka Açık Anonim Ortaklıklara İlişkin Yenilikler*, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu 6-7 Haziran 2013 İstanbul (Ed. Özkorkut, Korkut), Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2017, s. 19-46 (*Yenilikler*).
- Bachmann, Gregor: *Corporate Governance nach der Finanzkrise*, Die Aktiengesellschaft 6/2011, s. 181-193 (*Corporate Governance*).

- Bachmann, Gregor: Reform der Corporate Governance in Deutschland, Die Aktiengesellschaft 16/2012, s. 565-579 (Reform).*
- Bachmann, Gregor: Zielsetzung und Governance von Unternehmen im Lichte der Klimaverantwortung, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2-3/2023, s. 166-208 (Zielsetzung und Governance von Unternehmen).*
- Bahtiyar, Mehmet: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Kuruluş ve Faaliyete Geçiş Şartları, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu'na 65. Yaş Günü Armağanı, İstanbul: Beta Yayınevi, 1999, s. 53-110 (Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları).*
- Bahtiyar, Mehmet: Sermaye Piyasası Kanunu ve Tasarı Taslağı Açısından Yatırım Ortaklıkları, Makaleler II, İstanbul: Beta Yayınevi, 2008, s. 295-326 (Yatırım Ortaklıkları).*
- Bahtiyar, Mehmet: Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş, İstanbul: Beta Yayınevi, 2019 (Sermaye Piyasası Hukuku).*
- Bainbridge, Stephan: Director Primacy and Shareholder Disempowerment, Harvard Law Review 2006, Vol. 119, s. 1749-1750.*
- Balp, Gaia/Strampelli, Giovanni: Institutional Investor Collective Engagements: Non-Activist Cooperation vs Activist Wolf Packs, Ohio State Business Law Journal 2020, Vol. 14, No. 2, s. 135-210.*
- Barton, Dominic: Capitalism for the Long Term, Harvard Business Review 2011, No. 3, s. 85-91.*
- Bassen, Alexander: Einflussnahme institutioneller Anleger auf Corporate Governance und Unternehmensführung - Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 5/2022, s. 430-436.*
- Bassler, Moritz: Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen Inhalt und rechtliche Grenzen des institutionellen Anlegeraktivismus, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2015.*
- Baums, Theodor: Corporate Governance und Anlegerschutz, Tübingen: Mohr Siebeck, 2013 (Corporate Governance).*

- Baums, Theodor: *Institutionelle Investoren im Aktienrecht – Zur Umsetzung der ARUG II-Richtlinie*, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 6/2019, s. 605-616 (*Institutionelle Investoren*).
- Bebchuk, Lucian: *The Case for Increasing Shareholder Power*, Harvard Law Review 2005, Vol. 118, No. 3, s. 833-917 (*Shareholder Power*).
- Bebchuk, Lucian: *Letting Shareholders Set the Rules*, Harvard Law Review 2006, Vol. 119, No. 6, s. 1784-1813 (*Shareholders Set the Rules*).
- Bebchuk, Lucian: *The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value*, The Harvard John Olin Discussion Paper Series 2013, No. 755, s. 1637-1694 (*Long-Term Value*).
- Bebchuk, Lucian/Brav, Alon/Jiang, Wei: *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, Columbia Law Review 2015, Vol. 115, No. 5, s. 1085-1155.
- Bebchuk, Lucian/Hirts, Scott: *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy*, Columbia Law Review 2019, Vol. 119, No. 8, s. 2029-2145.
- Benicke, Christoph: *Wertpapiervermögensverwaltung*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2006.
- Bergdolt, Daniela: *Aktienrecht und Kapitalmarktrecht* (Hrsg. Heidel, Thomas), Aufl. 6, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2024.
- Berktaş Yüksel, Elif: *Türk Hukukunda Saf İnançlı İşlemler Pure Fiduciary Transactions in Turkish Law*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2022.
- Berle, Adolf/Mean, Gardiner: *The Modern Corporation and Private Property*, B. 7, New York: The Macmillan Company, 1950.
- Bhojraj, Sanjeev/Hribar, Paul/Picconi, Marc/Mcinnis, John: *Making Sense of Cents: An Examination of Firms That Marginally Miss or Beat Analyst Forecast*, The Journal of Finance 2009, Vol. 64, No. 5, s. 2361-2388.
- Bianchi, Luca: *Kollektivanlagengesetz* (Hrsg. Dedeyan, Daniel/Eichhorn, Alexander/Müller, Thomas), Bern: Stämpfli Verlag AG, 2024.
- Bilgili, Fatih/Gürbüz Gökberk, İdil Nur: *Anonim Şirketlerde Eşit İşlem İlkesi Çerçevesinde Bilgi Alma Hakkı*, Prof. Dr. Hasan Pulaşlı'ya Armağan, C. 1, Ankara: Adalet Yayınevi, 2023, s. 197-219.

- Binder, Andreas/Gutzwiller, Roman: *Soft Law für institutionelle Investoren Vorstellung und Würdigung der «Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften»*, Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht 1/2013, s. 84-94.
- Bines, Harvey: *Modern Portfolio Theory and Investment Management Law: Refinement of Legal Doctrine*, Columbia Law Review 1976, Vol. 76, No. 5, s. 721-798.
- Birkmose, Hanne: *You can Lead a Horse to Water, But can You Make it Drink? Institutional Shareholders and Corporate Voting*, European Business Law Review 2009, Vol. 20, No. 5, s. 717-746 (Voting).
- Birkmose, Hanne: *The Transformation of Passive Institutional Investors into Active Owners: 'Mission Impossible'?*, The European Financial Market in Transition (Ed. Birkmose, Hanne/Neville, Mette/Sørensen, Karsten), Hollanda: Wolters Kluwer, 2011, s. 107-131 (Active Owners).
- Birkmose, Hanne: *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, European Company and Financial Law Review 2014, Vol. 11, No. 2, s. 214–257 (Institutional Investor Engagement).
- Birkmose, Hanne: *From Shareholder Rights to Shareholder Duties - A Transformation of EU Corporate Governance in a Sustainable Direction*, Journal for International and European Law, Economics and Market Integrations 2018, Vol. 5, No. 2, s. 69-96 (Shareholder Duties).
- Black, Bernard: *Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*, The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law (Ed. Newman, Peter), London: Palgrave Macmillan, 1998, s. 459-465.
- Black, Julia: *The Rise Fall and Fate of Principles Based Regulation*, London School of Economics Law, Society and Economy 2010, Working Paper No: 17/2010, s. 1-25.
- Bolton, Patrick/Samama, Frédéric: *Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors*, Journal of Applied Corporate Finance 2013, Vol. 25, No. 3, s. 38-49.
- Bowley, Tim/Hill, Jennifer: *The Global ESG Stewardship Ecosystem*, European Business Organization Law Review 2024, Vol. 25, No. 2, s. 229-268.

- Bowley, Tim/Hill, Jennifer/Kourabas, Steve: *Shareholder Engagement Inside and Outside the Shareholder Meeting*, European Corporate Governance Institute 2023, Working Paper No: 709/2023, s. 1-30.
- Böckli, Peter: *Aktionärsausschuss: Strohfeuer in einer Sackgasse*, Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht 1/2013, s. 1-10 (*Aktionärsausschuss*).
- Böckli, Peter: *"Aktionärsdemokratie": ein Schlagwort mit Schlagseite Nüchterne Vorschläge für eine verbesserte Aktionärsmitwirkung*, Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht 2/2013, s. 179-194 (*Aktionärsdemokratie*).
- Böckli, Peter: *Leitgrundsätze für eine Best Practice des KMU-Verwaltungsrates*, Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht 5/2014, s. 522-532 (*Leitgrundsätze*).
- Böckli, Peter: *Schweizer Aktienrecht*, Aufl. 5, Zurich: Schulthess Juristische Medien AG, 2022 (*Aktienrecht*).
- Brass, Stefan: *Hedgefonds als aktive Investoren Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*, Frankfurt am Main: Peter Lang GmbH, 2010.
- Bratton, William/Wachter, Michael: *the Case Against Shareholder Empowerment*, University of Pennsylvania Law Review 2010, Vol. 158, s. 653-728.
- Brellocks, Michael: *Institutionelle Investoren (ETF-Fonds, Versicherungen, Pensionskassen) im Gesellschaftsund Kapitalmarktrecht*, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2-3/2021, s. 319-367.
- Brinckmann, Hendrik: *Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht* (Hrsg. Veil, Rüdiger), Aufl. 3, Tübingen: Mohr Siebeck, 2022.
- Brückner, Patrick: *Aktivistische Aktionäre Leitbildgedanken zum Aktionär, rechtliche Beschränkungen aktivistischen Aktionärsverhaltens und Reaktionsmöglichkeiten*, Berlin: Duncker & Humblot GmbH, 2023.
- Buck-Heeb, Petra: *Handbuch des Kapitalanlagerechts* (Hrsg. Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf/Buck-Heeb, Petra), Aufl. 6, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2024.
- Bueren, Eckart: *Short-termism im Aktien- und Kapitalmarktrecht*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2022.

- Bunz, Thomas: *Vorbereitungs- und Reaktionsmöglichkeiten börsennotierter Unternehmen auf Shareholder Activism*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 27/2014, s. 1049-1053.
- Bushee, Brian: *Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?*, Wharton Faculty Research 1999, s. 1-48.
- Bühler, Christoph: *"Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance": Anpassungsbedarf im Spiegel der internationalen Entwicklung*, Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht 4/2011, s. 477-488.
- Cahn, Andreas/von Spannenberg, Michael Schild: *Grosskommentar zum Aktienrecht* (Hrsg. Stilz, Eberhard/Veil, Rüdiger), München: Verlag Carl Heinrich Beck, 01.10.2024.
- Cella, Cristina/Ellul, Andrew/Giannetti, Mariassunta: *Investors' Horizons and the Amplification of Market Shocks*, European Corporate Governance Institute 2014, Working Paper No: 298/2010, s. 1-60.
- Cheffins, Brian: *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, Modern Law Review 2010, Vol. 73, No. 6, s. 1004-1025.
- Cherry, Miriam/Sneirson, Judd: *Beyond Profit: Rethinking Corporate Social Responsibility and Greenwashing After the BP Oil Disaster*, Tulane Law Review 2011, Vol. 85, No. 4, s. 983-1038.
- Chiu, Iris: *Reviving Shareholder Stewardship: Critically Examining the Impact of Corporate Transparency Reforms in the UK*, Delaware Journal of Corporate Law 2014, Vol. 38, No. 3, s. 983-1023 (*Stewardship*).
- Chiu, Iris: *Governing the Purpose of Investment Management: How the 'Stewardship' Norm is being (Re)Developed in the UK and EU*, European Corporate Governance Institute 2021, Working Paper No: 602/2021, s. 1-42 (*Investment Management*).
- Coates, John: *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*, Harvard Public Law 2019, Working Paper No. 19-07, s. 1-23.
- Coffee, John: *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, Columbia Law Review 1991, Vol. 91, No. 6, s. 1277-1368 (*The Institutional Investor*).

- Coffee, John: *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*, Columbia Business Law Review 2021, Vol. 2021, No. 2, s. 602-650 (*The Future of Disclosure*).
- Curtis, Quinn/Fisch, Jill/Robertson, Adriana: *Do ESG Mutual Funds Deliver on Their Promises?*, Michigan Law Review 2021, Vol. 120, No. 3, s. 393-450.
- Cremers, Martijn/Masconale, Saura/Sepe, Simone: *Commitment and Entrenchment in Corporate Governance*, Northwestern University Law Review 2016, Vol. 110, No. 4, s. 727-810.
- Cremers, Martijn/Sepe, Simone: *Institutional Investors, Corporate Governance, and Firm Value*, Seattle University Law Review 2018, Vol. 41, s. 387-418.
- Çamoğlu, Ersin: *Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu (Kamu Borçlarından Sorumluluk İle)*, B. 3, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010.
- Çeker, Mustafa: *Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Yönetime Katılması*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 2004, C. 13, S. 1, s. 37-56.
- Çetin, Nusret: *6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Yatırımcıların Korunması*, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu 6-7 Haziran 2013 İstanbul (Ed. Özkorkut, Korkut), Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2017, s. 437-476.
- Daeniker, Daniel: *Wer kontrolliert die Aktiengesellschaft?*, Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht 5/2016, s. 434-443.
- Daeniker, Daniel/Dettwiler, Emanuel: *Selektive Information von Grossaktionären, Kommunikation* (Hrsg. Sethe, Rolf/Heinemann, Andreas/Hilty, Reto/Nobel, Peter/ Zäch, Roger), Bern: Stämpfli Verlag AG, 2011, s. 17-34.
- Dallas, Lynne: *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, Journal of Corporation Law 2012, Vol. 37, No. 2, s. 265-364.
- Dallas, Lynne/Barry, Jordan: *Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting*, Delaware Journal of Corporate Law 2016, Vol. 40, No. 2, s. 541-646.
- Dahmen, Lennart: *Pflichten von Vermögensverwaltern und institutionellen Anlegern nach dem Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie*, Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht 7/2019, s. 117-120.

- Davis, Gerald: *a New Finance Capitalism? Mutual Funds and Ownership Re-Concentration in the United States*, European Management Review 2008, Vol. 5, s. 11-21.
- Decher, Christian: *Aktionärsinformation – Responsio* –, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2-3/2020, s. 238-247.
- Deliktaş, Emre Ali: *Avrupa Birliği'nin Sürdürülebilir Finans Düzenlemeleri Perspektifinden Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından Yayımlanan "Yeşil Borçlanma Aracı, Sürdürülebilir Borçlanma Aracı, Yeşil Kira Sertifikası, Sürdürülebilir Kira Sertifikası Rehberi"ne Bakış*, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2023, C.1, s. 899-973.
- Derencinovic Ruk, Morana/ Braut Filipović, Mihaela/Audic Vuletic, Suzana: *Investment Funds With Legal Personality - A True Rival to Mutual Funds?*, Journal for International and European Law, Economics and Market Integrations 2020, Vol. 7, No. 2, s. 167-194.
- Dinç Doğan, Habibe: *Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunun Eşit İşlem Yükümlülüğü*, Ankara: Adalet Yayınevi, 2024.
- Döding, Karl: *Shareholder Activism in der Finanzbranche aus der Perspektive des Aufsichtsrechts*, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 32/2020, s. 168-177.
- Döpfner, Claudia: *Engagement: Eine theologisch-ethische Perspektive*, Nachhaltige Finanzen Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken (Hrsg. Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage), Wiesbaden: Springer Gabler, 2020, s. 33-45.
- Drinhausen, Florian: *Aktiengesetz Kommentar* (Hrsg. Hölters, Wolfgang/Weber, Markus), Aufl. 4, München: Verlag C. H. Beck/Vahlen, 2022.
- Dural, Halil Ali: *Anonim Şirket Pay Sahibinin Genel Kurul Dışında Talep Ettiği Bilginin Genel Kurul Dışında Verilmesinin Sonuçları*, Sermaye Şirketleri Hukukunda Güncel Gelişmeler Sempozyumu (Tebliğler-Tartışmalar) 19 Haziran 2019 (Ed. Alışkan, Murat/Mersin, Bilge Utkan/Sarıkaya, Sinan), İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2020, s. 271-285.
- Duruigbo, Emeka: *Tackling Shareholder Short-Termism and Managerial Myopia*, Kentucky Law Journal 2011, Vol. 100, No. 3, s. 531-584 (*Short Termism*).

- Duruigbo, Emeka: Stimulating Long-Term Shareholding, Cardozo Law Review 2012, Vol. 33, No. 4, s. 1733-1802 (Long Term Shareholding).*
- Edelman, Paul/Thomas, Randall/Thompson, Robert: Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism, Southern California Law Review 2014, Vol. 87, No.6, s. 1359-1434.*
- Edis, Seyfullah: Medeni Hukuka Giriş ve Başlangıç Hükümleri, B. 2, Ankara: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, 1989.*
- Edmans, Alex: Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia, The Journal of Finance 2009, Vol. 64, No. 6, s. 2481-2513.*
- Ehmann, Erik: Aktiengesetz Kommentar (Hrsg. Grigoleit, Hans Christoph), Aufl. 2, München: Verlag C. H. Beck, 2020.*
- Eminoğlu, Cafer: Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsal Yönetim (Corporate Governance), İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2014 (Kurumsal Yönetim).*
- Eminoğlu, Cafer: Anonim Şirket Pay Sahipleri Açısından "Eşit Şartlarda Eşit İşlem" İlkesi, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi 2015, C. 1, S. 1, s. 79-88 (Eşit İşlem İlkesi).*
- Eminoğlu, Cafer: TTK m. 360 Hükmüne Göre Yönetim Kurulunda Temsil Edilme Hakkının Tanınabileceği Gruplar, Hakkın Hukuki Niteliği ve İcrası, Sermaye Şirketleri Hukukunda Güncel Gelişmeler Sempozyumu (Tebliğler-Tartışmalar) 19 Haziran 2019 (Ed. Alışkan, Murat/Mersin, Bilge Utkan/Sarıkaya, Sinan), İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2020, s. 335-352 (Yönetim Kurulunda Temsil Edilme Hakkı).*
- Engert, Andreas: Hedgefonds als aktivistische Aktionäre Die Einflussnahme auf Publikumsgesellschaften als Anlagestrategie von Hedgefonds und ihre Eingrenzung durch Insiderrecht, Anteilstransparenz und übernahmerechtliches Pflichtangebot, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 46/2006, s. 2105-2113.*
- Englisch, Lutz: Aktiengesetz Kommentar (Hrsg. Hölter, Wolfgang/Weber, Markus), Aufl. 4, München: Verlag C. H. Beck/Vahlen, 2022.*
- Erdem, Fatih Buğra: Short-Termism in Publicly Listed Companies and Corporate Governance, Annales de la Faculté de Droit d'Istanbul 2021, Vol. 70, s. 73-89.*

- Ergin, Emre/Karacan, Sami: *Üst Düzey Yönetici Ücretlerini Sınırlandırmak Bir Çözüm müdür?*, "İş, Güç" Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi 2012, C. 14, S. 3, s. 83-99.
- Erkens, David/Hung, Mingyi/Matos, Pedro: *Corporate Governance in the 2007–2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide*, Journal of Corporate Finance 2012, Vol. 18, No. 2, s. 389-411.
- European Company Law Experts: A Proposal for the Reform of Group Law in Europe*, European Business Organization Law Review 2017, Vol. 18, No. 1, s. 1-49.
- Fama, Eugene: *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance 1970, Vol. 25, No. 2, s. 383-417.
- Faure, Anna: *Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht*, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2019.
- Fichtner, Jan/Heemskerk, Eelke/Garcia-Bernardo, Javier: *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, Business and Politics 2017, Vol. 19, No. 2, s. 298-326.
- Fisch, Jill: *Securities Intermediaries and the Separation of Ownership from Control*, Seattle University Law Review 2010, Vol. 33, No. 4, s. 877-888.
- Fisch, Jill/Hamdani, Assaf/Solomon, Steven: *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, European Corporate Governance Institute 2019, Working Paper No: 414/2018, s. 1-44.
- Fisch, Jill/Sepe, Simone: *Shareholder Collaboration*, European Corporate Governance Institute 2020, Working Paper No: 415/2018, s. 863-920.
- Fischer, Joel: *Shareholder Value, Corporate Social Responsibility und Gegenvorschlag zur Konzernverantwortungsinitiative*, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht 01/2021, s. 1-24.
- Flammer, Caroline: *Long-Term Executive Compensation as a Remedy for Corporate Short-Termism*, Seattle University Law Review 2018, Vol. 41, s. 419-424.
- Fleischer, Holger: *Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 4/2009, s. 505-541 (*Investor Relations*).
- Fleischer, Holger: *Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 21/2009, s. 801-840 (*Vorstandsvergütung*).

- Fleischer, Holger: Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2/2011, s. 155-181 (Zukunftsfragen der Corporate Governance).*
- Fleischer, Holger: Grosskommentar zum Aktienrecht (Hrsg. Stilz, Eberhard/Veil, Rüdiger), München: Verlag Carl Heinrich Beck, 01.10.2024 (Grosskommentar).*
- Fleischer, Holger/Strothotte, Christian: Ein Stewardship Code für institutionelle Investoren: Wohlverhaltensregeln und Offenlegung der Abstimmungspolitik als Vorbild für Deutschland und Europa?, Die Aktiengesellschaft 07/2011, s. 221-233.*
- Foerster, Anita: Climate Justice and Corporations, King's Law Journal 2019, Vol. 30, No. 2, s. 305-322.*
- Forstmoser, Peter: Zum Schweizerischen Anlagefondgesetz, Bern: Paul Hauff Verlag, 1997 (Anlagefondgesetz).*
- Forstmoser, Peter: Informations- und Meinungsäusserungsrechte des Aktionärs, Rechtsfragen um die Generalversammlung (Hrsg. Druey, Jean/Forstmoser, Peter), Zurich: Schulthess Juristische Medien AG, 1997, s. 85-129 (Informations- und Meinungsäusserungsrechte des Aktionärs).*
- Forstmoser, Peter: Exit oder Voice? Das Dilemma institutioneller Investoren, Festschrift für Wolfgang Wiegand zum 65. Geburtstag, Bern: Stämpfli Verlag AG, 2005, s. 785-822 (Exit oder Voice).*
- Forstmoser, Peter: Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung?, Summa: Dieter Simon zum 70. Geburtstag (Hrsg. Kieskow, Rainer Maria/Ogorek, Regina/Simitis, Spiros), Frankfurt am Main: Vittorio Klostermann Verlag, 2005, s. 207-235 (Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung?).*
- Forstmoser, Peter: Stärkung der Aktionärsdemokratie – aber Wie? Es sollte auch über neue Formen von Mitwirkungsrechten nachgedacht werden, Neue Zürcher Zeitung 173/2010, s. 26 (Stärkung der Aktionärsdemokratie).*
- Forstmoser, Peter: Corporate Social Responsibility, eine (neue) Rechtspflicht für Publikumsgesellschaften?, Festschrift für Peter Nobel zum 70. Geburtstag (Hrsg. Waldburger, Robert/Sester, Peter/Peter, Christoph/Baer, Charlotte) Bern: Stämpfli Verlag AG, 2015) s. 157-181 (Corporate Social Responsibility).*

- Forstmoser, Peter/Meier-Hayoz, Arthur/Nobel, Peter: *Schweizerisches Aktienrecht*, Bern: Stämpfli Verlag AG, 1996.
- Franco, Nisim: *Sermaye Piyasası Kanununun Yeni Bir Müessesesi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 1985, C. 13, S. 2, s. 17-45.
- Freiberg, David/Rogers, Jean/Serafeim, George: *How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors*, Harvard Business School Accounting & Management Unit 2020, Working Paper No. 20-056, s. 1-34.
- Freitag, Robert: *Neue Publizitätspflichten für institutionelle Anleger? Kritische Anmerkungen zum Vorschlag der Kommission für eine Neufassung der Aktionärsrechterichtlinie*, Die Aktiengesellschaft 18/2014, s. 647-655.
- Frick, David: *Der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance 2023 – Besteht Reformbedarf?*, Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht 1/2022, s. 1-8.
- Fried, Jesse: *The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders*, Yale Law Journal 2015, Vol. 124, No. 5, s. 1554-1627.
- Fried, Jesse/Bebchuk, Lucian: *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Part I: The Official View and its Limits*, Cambridge: Harvard University Press, 2004, s. 1-71.
- Fukami, Kenta/Blume, Daniel/Magnusson, Carl: *Institutional Investors and Stewardship*, Organisation for Economic Co-operation and Development Corporate Governance 2022, Working Paper No: 25, s. 1-21.
- Gaßmann, Heiner: *Die Finanzkrise und ihre Folgen*, Berliner Journal für Soziologie 23/2013, s. 521-542.
- Gary, Susan: *Best Interests in the Long Term: Fiduciary Duties and ESG Integration*, University of Colorado Law Review 2019, Vol. 90, No. 3, s. 731-802.
- Ghetti, Riccardo: *Acting in Concert in EU Company Law: How Safe Harbours can Reduce Interference with the Exercise of Shareholder Rights*, European Company and Financial Law Review 2014, Vol. 11, No. 4, s. 594-632.
- Göktürk, Kürşat: *Amerikan, Alman, İsviçre ve Türk Hukukunda İşadamı Kararı İlkesi*, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2011, C. 2, S. 2, s. 207-247.
- Graßl, Bernd/Nikoleyczik, Tobias: *Shareholder Activism und Investor Activism Typische Handlungsweisen aktivistischer Aktionäre und Investoren, angemessene*

Vorbereitung und mögliche Reaktion der Zielgesellschaft, Die Aktiengesellschaft
3/2017, s. 49-60.

Grigoleit, Hans Christoph: *Aktiengesetz Kommentar* (Hrsg. Grigoleit, Hans Christoph),
Aufl. 2, München: Verlag C. H. Beck, 2020.

Gutiérrez, Germán/Philippon, Thomas: *Investmentless Growth: An Empirical*
Investigation, Brookings Papers on Economic Activity 2017, No. 1, s. 89-169.

Günel, Vural: *Sermaye Piyasası Hukuku Esasları*, İstanbul: Beta Yayınevi, 2007.

Gürbüz Usluel, Aslı: *Türk Özel Hukukunda Özellikle Anonim Şirketlerde Ticarî Sırrın*
Korunması, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009.

Gürler, Hazal: *Hukuki Açidan Sermaye Piyasasında Özel Durum Açıklamaları*, İstanbul:
On İki Levha Yayıncılık, 2023.

Gürsoy, Kemal Tahir: *1966 Tarihli İsviçre Kanununa Göre Yatırım Fonlarının Hukuki*
Yapısı, Prof. Dr. Mahmut Koloğlu'na 70inci Yaş Armağanı, Ankara: Sevinç
Matbaası, 1975, s. 411-446 (Armağan).

Gürsoy, Kemal Tahir: *Mukayeseli Hukukda, Özellikle Türk ve İsviçre Hukuklarında*
Yatırım Fonları, Ankara: Sevinç Matbaası, 1977 (Yatırım Fonları).

Habersack, Mathias: *Staatliche und halbstaatliche Eingriffe in die*
Unternehmensführung, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2012.

Hacımahmutoğlu, Sibel: *AT Düzenlemeleri Işığında "İçerden Öğrenilen Bilgi"*
Kavramının Değerlendirilmesi, Prof. Dr. Turgut Kalpsüz'e Armağan, Ankara:
Turhan Kitabevi, 2003, s. 147-178 (İçerden Öğrenilen Bilgi).

Hacımahmutoğlu, Sibel: *Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi ve Ortaklık Yöneticileri*
Üzerindeki Etkileri, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2006, C. 23, S. 3, s. 257-
292 (Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi).

Hacımahmutoğlu, Sibel: *The Business Judgement Rule: İşadamı Kararı Mı Yoksa Ticari*
Muhakeme Kuralı Mı?, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2014, C. 30, S. 4, s. 99-
145 (Business Judgement Rule).

Hamilton, Robert: *The Crisis in Corporate Governance: 2002 Style*, Maryland Law
Review 2003, Vol. 55, No. 2, s. 351-362.

- Hausmann, Yannick/Bechtold-Orth, Elisabeth: *Corporate Governance: Überholt die Schweiz Europa?*, Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht 2/2013, s. 234-246.
- Häusermann, Daniel: *Vom Aktionärsausschuss zur Organisationsfreiheit*, Zeitschrift für Schweizerisches Recht 1/2012, s. 87-116.
- Heath, Davidson/Huang, Da/Shu, Chong: *All Shareholder Votes Are Not Created Equal*, European Corporate Governance Institute 2025, Working Paper No: 1053/2025, s. 1-36.
- Heidel, Thomas: *Aktienrecht und Kapitalmarktrecht*, Aufl. 6, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2024.
- Heinen, Vanda: *Die Rolle institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater in der deutschen Corporate Governance*, Wiesbaden: Springer Gabler, 2018.
- Hell, Patrick: *Institutionelle Investoren, Stewardship und ESG*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 9/2019, s. 338-342.
- Helvacı, Mehmet: *Anonim Ortaklıkta Yönetim Kurulu Üyesinin Hukuki Sorumluluğu*, B. 2, İstanbul: Beta Yayınevi, 2001.
- Herz, Pirmin Jonas: *Informationelle Gleichbehandlung und Informationsprivilegien im Aktienrecht*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 8/2020, s. 285-291.
- Heun, Werner: *Der Staat und die Finanzkrise*, Juristen Zeitung 2/2010, s. 53-62.
- Heuser, Moritz: *Shareholder Activism: Aktienrechtliche Schranken für Anteilnehmeraktivismus*, Köln: Carl Heymanns Verlag, 2012.
- Hill, Jennifer: *Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes*, Seattle University Law Review 2018, Vol. 41, s. 497-524.
- Hirt, Hans-Christoph: *Perspektive aus der Praxis: Das Verhältnis zwischen institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern als Ansatzpunkt zur Weiterentwicklung der Corporate Governance*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2-3/2012, s. 280-290.
- Hirt, Hans-Christoph/Hopt, Klaus/Mattheus, Daniela: *Dialog zwischen dem Aufsichtsrat und Investoren Rechtsvergleichende und rechtsdogmatische Überlegungen zur Investorenkommunikation in Deutschland*, Die Aktiengesellschaft 20/2016, s. 725-739.

- Ho, John Kong Shan: *Regulating Environmental, Social, and Governance Disclosure by Listed Companies: a Comparison of Major Financial Markets*, Journal of Comparative Law 2020, Vol. 15, No. 1, s. 133-156.
- Hofstetter, Karl: *Die Gleichbehandlung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften*, Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht 1996, s. 222-233.
- Hopt, Klaus: *Corporate Governance in Europe: A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*, New York University Journal of Law and Business 2015, Vol. 12, No. 1, s. 139-214 (*Corporate Governance*).
- Hopt, Klaus: *The Dialogue between the Chairman of the Board and Investors: The Practice in the UK, the Netherlands and Germany and the Future of the German Corporate Governance Code Under the New Chairman*, European Corporate Governance Institute 2017, Working Paper No: 365/2017, s. 1-19 (*The Dialogue between the Chairman of the Board and Investors*).
- Hölters, Wolfgang: *Aktiengesetz Kommentar* (Hrsg. Hölters, Wolfgang/Weber, Markus), Aufl. 4, München: Verlag Carl Heinrich Beck/Vahlen, 2022.
- İlbasım Hızlısoy, Özlem: *Halka Açık Anonim Şirket Genel Kurulunun Toplanma ve Karar Alma Esasları ile Bu Esaslara Aykırılığın Hukuki Akıbeti*, Ankara: Adalet Yayınevi, 2024.
- İnci, Serdar: *Shareholder Engagement Chancen, Risiken und Kompatibilität mit der deutschen Corporate Governance*, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2018.
- Jaspers, Philipp: *Mehr Demokratie wagen – Die Rolle der Hauptversammlung bei der Festsetzung der Vergütung des Vorstands*, Zeitschrift für Rechtspolitik 1/2010, s. 8-11.
- Jensen, Michael: *Eclipse of the Public Corporation*, Harvard Business Review 1997, s. 1-30.
- Jentsch, Valentin: *Loyalitätsaktien*, Schweizerische Juristen-Zeitung 6/2022, s. 267-279.
- Johnston, Andrew/Beling, Rachel/Segrestin, Blanche: *Governing Institutional Investor Engagement: From Activism to Stewardship to Custodianship?*, Journal of Corporate Law Studies 2022, Vol. 22, No. 1, s. 45-82.

- Jung, Stefanie/Stiegler, Sascha: *Gesellschaftsrecht in Europa* (Hrsg. Jung, Stefanie/Krebs, Peter/Stiegler, Sascha), Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2019.
- Jutzi, Thomas: *Mehrheitenschutz – oder wie steht es um den Minderheitsmissbrauch im Aktienrecht?*, Entwicklungen im Gesellschaftsrecht XI (Hrsg. Kunz, Peter/Jörg, Florian/Arter, Oliver), Bern: Stämpfli Verlag AG, 2016, s. 49-79 (*Mehrheitenschutz*).
- Jutzi, Thomas: *Unternehmenspublizität*, Bern: Stämpfli Verlag AG, 2017 (*Unternehmenspublizität*).
- Jutzi, Thomas/Sieradzki, Damian: *Geltungsbereich des Kollektivanlagenrechts*, Zürich: EIZ Publishing, 2022.
- Kaderli, Yusuf/Küçükkaya, Hatice: *2008 Dünya Finansal Krizi Sonrası Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Gelişmelerin Bazı Ülkelerle Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi*, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 2012, S. 12, s. 85-96.
- Kahan, Marcel/Rock, Edward: *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, University of Pennsylvania Law Review 2007, Vol. 155, No. 5, s. 1021-1093.
- Kalss, Susanne: *Aktionärsinformation*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2-3/2020, s. 217-237 (*Aktionärsinformation*).
- Kalss, Susanne: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz* (Hrsg. Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne), Aufl. 6, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2024 (*Aktiengesetz*).
- Kaplan, İbrahim: *Portföy Yönetim Sözleşmesi*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 1995, C. 18, S. 1-2, s. 47-78.
- Karacan, Ali İhsan/Erişir Karacan, Esra: *Sermaye Piyasası Araçları*, İstanbul: Legal Yayıncılık, 2021.
- Karakaş, Fatma Tülay: *Portföy Yönetim Sözleşmesi*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2000.
- Karasu, Rauf: *Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2005, C. 23, S. 2, s. 73-116 (*Bilgi Alma Hakkı*).

Karasu, Rauf: *Anonim Şirket Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsil Edilme Hakkı*, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi 2016, C. 2, S. 1, s. 31-40 (*Temsil Edilme Hakkı*).

Karayalçın, Yaşar: *İngiliz Hukukunda 'Trust' ve Avrupa Hukuku, Terim-Kavram-Temel Trust Modeli-Uygulamalar-Hukuk Alanında Gelişmeler*, Prof. Dr. Ali Bozer'e Armağan, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 1998, s. 651-687.

Karmel, Roberta: *Should a Duty to the Corporation be Imposed on Institutional Shareholders*, Business Lawyer 2004, Vol. 60, No. 1, s. 1-22.

Katelouzou, Dionysia: *The Unseen 'Others': A Framework for Investor Stewardship*, European Corporate Governance Institute 2024, Working Paper No: 793/2024, s. 1-36 (*Framework for Investor Stewardship*).

Katelouzou, Dionysia: *The Purpose of Investor Stewardship*, European Corporate Governance Institute 2025, Working Paper No: 831/2025, s. 1-24 (*Purpose of Investor Stewardship*).

Katelouzou, Dionysia/Micheler, Eva: *Investor Capitalism, Sustainable Investment and the Role of Tax Relief*, European Business Organization Law Review 2022, Vol. 23, s. 217-239.

Katelouzou, Dionysia/Siems, Mathias: *The Global Diffusion of Stewardship Codes*, European Corporate Governance Institute 2020, Working Paper No: 526/2020, s. 1-45.

Kaya, Arslan: *Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2001 (*Bilgi Alma Hakkı*).

Kaya, Arslan: *Özel Denetim İsteme Hakkının Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı ile İlişkisi*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2015, C. 31, S. 1, s. 61-86 (*Özel Denetim İsteme Hakkı*).

Kendigelen, Abuzer: *Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz*, İstanbul: Beta Yayınevi, 1999.

Kendigelen, Abuzer/Kırca, İsmail: *Şirketler Hukuku Cilt I: Giriş Adi Şirket Ticaret Şirketleri Genel Hükümler ve Şahıs Şirketleri*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2021.

- Keskin, Harun: *Anonim Şirket Genel Kurulu ile Yönetim Kurulu Arasındaki İlişkinin Tarihsel Süreçte Geçirdiği Değişim ve Organların Yetkilerine Genel Bir Bakış*, Batider 2018, C. 34, S. 3, s. 241-276.
- Kılıç, Saim: *Geleceğe Yönelik Değerlendirmelere İlişkin Özel Durum Açıklamalarının Pay Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Örneği*, Business and Economics Research Journal 2019, Vol. 10, No. 4, s. 833-844.
- Kırca, İsmail: *Anonim Şirket Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü*, B. 3, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2022.
- Kırca, İsmail/Şehirali Çelik, Feyzan Hayal/Manavgat, Çağlar: *Anonim Şirketler Hukuku, C. 1, Temel Kavramlar ve İlkeler, Kuruluş, Yönetim Kurulu*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2013 (C. 1).
- Kırca, İsmail/Şehirali Çelik, Feyzan Hayal/Manavgat, Çağlar: *Anonim Şirketler Hukuku, Cilt: 2/1, Genel Kurul*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2024 (C. 2/1).
- Kleinmanns, Hermann: *Shareholder Activism – bedeutender Einfluss institutioneller Investoren auch in Deutschland?*, Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung 7-8/2016, s. 341-345.
- Klöhn, Lars: *Passive Investoren, Aktivisten und die Reform des deutschen Hauptversammlungsrechts*, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2-3/2021, s. 182-225.
- Knierbein, Michael: *Freiwillige Kapitalmarktkommunikation und zivilrechtliche Haftung*, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2020.
- Koch, Jens: *Investorengespräche des Aufsichtsrats*, Die Aktiengesellschaft 5/2017, s. 129-141 (*Investorengespräche*).
- Koch, Jens: *Der Kapitalanleger als Corporate Governance-Akteur im Rahmen der neuen §§134a ff. AktG*, Zeitschrift für Bank-und Kapitalmarktrecht 1/2020, s. 1-9 (*Der Kapitalanleger*).
- Koch, Jens: *Aktiengesetz*, Aufl. 18, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2024 (*Aktiengesetz*).
- Koch, Christopher: *Corporate Governance Case by Case*, Aufl. 3, Frankfurt am Main: Deutscher Fachverlag GmbH, 2022.

- Kokkinis, Andreas: *Shareholder Short-Termism in the UK: the Kay Review and the Potential Role of Corporate Law*, Corporate Ownership & Control 2014, Vol. 11, No. 3, s. 166-174.
- Konstantinos, Sergakis: *The UK Stewardship Code: Bridging the Gap between Companies and Institutional Investors*, Revue Juridique Themis 2013, Vol. 47, No. 1, s. 109-156.
- Konstanze Rentsch, Bettina: *Board Diversity als Zukunftsaufgabe der Corporate Governance*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1/2022, s. 107-143.
- Krebs, Christian: *Aktiengesetz Kommentar* (Hrsg. Hölters, Wolfgang/Weber, Markus), Aufl. 4, München: Verlag Carl Heinrich Beck/Vahlen, 2022.
- Kubis, Dietmar: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz* (Hrsg. Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne), Aufl. 6, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2024.
- Kumpan, Christoph/Grütze, Ronny: *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, (Hrsg. Schwark, Ebenhard/Zimmer, Daniel), Aufl. 5, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2020.
- Kunz, Peter: *Berner Kommentar Das Aktienrecht - Kommentar der ersten Stunde* (Hrsg. Müller, Christoph/Nobel, Peter), Bern: Stämpfli Verlag AG, 2023.
- Kurtulan Güner, Gökçe: *Trust ve Türk Hukuku Açısından Değerlendirilmesi*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2020.
- Langenbacher, Katja: *Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten Aktiengesellschaft*, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2-3/2021, s. 414-454.
- Lazonick, William: *Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financialization of the U.S. Corporation*, Business History Review 2010, Vol. 84, No. 4, s. 675-702.
- Leffers, Benedikt: *Die Einführung eines Präsenzbonus in Deutschland unter Berücksichtigung der «prima de asistencia» in Spanien*, Berlin: Peter Lang GmbH, 2015.
- Leyens, Patrick: *Comply or Explain im Europäischen Privatrecht –Erfahrungen im Europäischen Gesellschaftsrecht und Entwicklungschancen des*

- Regelungsansatzes*, Zeitschrift für Europäisches Privatrecht 2/2016, s. 388-426 (*Comply or Explain*).
- Leyens, Patrick: *System der Aktionärsinformation –Auskunft, Sonderprüfung, Sondervertretung, Investorendialog und horizontale Kommunikation–*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 4/2019, s. 544-587 (*Aktionärsinformation*).
- Lin, Tom: *Reasonable Investor(s)*, Boston University Law Review 2015, Vol. 95, No. 2, s. 461-518.
- Link, Simon Patrick: *Shareholder und Investor Activism – Rechtsfragen der aktuellen Praxis*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 6/2021, s. 904-955.
- Lipton, Martin: *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review 1987, Vol. 136, No. 1, s. 1-72.
- Lipton, Martin/Rosenblum, Steven: *a New System of Corporate Governance: the Quinquennial Election of Directors*, The University of Chicago Law Review 1991, Vol. 58, s. 187-253.
- Lopez-De-Silanes, Florencio/Mccahery, Joseph/Pudschedl, Paul: *ESG Performance and Disclosure: A Cross-Country Analysis*, Singapore Journal of Legal Studies 2020, Vol. 2020, No. 1, s. 217-241.
- Lopucki, Lynn: *Repurposing the Corporation Through Stakeholder Markets*, University of California Davis Law Review 2022, Vol. 55, No. 3, s. 1445-1512.
- Lund, Dorothy: *The Case Against Passive Shareholder Voting*, Journal of Corporation Law 2018, Vol. 43, s. 493-536.
- Lybeck, Johan: *The Future of Financial Regulation Who Should Pay for the Failure of American and European Banks?*, Cambridge: Cambridge University Press, 2016.
- Macneil, Iain: *Activism and Collaboration Among Shareholders in UK Listed Companies*, Capital Markets Law Journal 2010, Vol. 5, No. 4, s. 419-438.
- Macneil, Iain/Esser, Irene-Marie: *From a Financial to an Entity Model of ESG*, European Business Organization Law Review 2022, Vol. 23, s. 9-45.
- Malmendier, Marcel: *Engagement – Überlegungen zu Wirkmechanismen einer diskursiven Praxis*, Nachhaltige Finanzen Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken (Hrsg. Verein zur Förderung von Ethik und

Nachhaltigkeit bei der Geldanlage), Wiesbaden: Springer Gabler, 2020, s. 339-356.

Manavgat, Çağlar: *Anonim Ortaklıklarda Kurumsal Yönetimde Kamunun İşlevi*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2007, C. 24, S. 2, s. 473-500 (*Kurumsal Yönetim*).

Manavgat, Çağlar: *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çağrı Yükümlülüğünün Doğması Bakımından Yönetim Kontrolü Ölçütleri*, Prof. Dr. Fırat Öztan'a Armağan, C. 2, Ankara: Turhan Kitabevi, 2010, s. 1449-1465 (*Yönetim Kontrolü*).

Manavgat, Çağlar: *Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2016 (*Halka Açık Anonim Ortaklıklar*).

Manavgat, Çağlar: *Halka Açık Anonim Ortaklık Yöneticilerine Özgü Yükümlülükler*, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi 2016, C. 2, S. 2, s. 43-52 (*Halka Açık Anonim Ortaklık Yöneticileri*).

Manavgat, Çağlar: *Bilgiye Dayalı Manipülasyonda Menfaat Elde Etme Şartının Yerindeliği*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2017, C. 33, S. 2, s. 29-44 (*Menfaat Elde Etme Şartı*).

Manavgat, Çağlar: *Yatırım Fonu Portföyündeki Payların Pay Alım Teklifi Zorunluluğu Bakımından Değerlendirilmesi*, Prof. Dr. Zühtü Aytaç'a Armağan, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2022, s. 119-138 (*Pay Alım Teklifi Zorunluluğu*).

Manavgat, Çağlar: *Finansal Verilerin ve Finansal Bilgilerin İçsel Bilgi Niteliği - Kamuya Açıklamanın Sınırları*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2022, C. 38, S. 1, s. 5-20 (*İçsel Bilgi*).

Masouros, Pavlos: *Is the EU Taking Shareholder Rights Seriously?: An Essay on the Impotence of Shareholdership in Corporate Europe*, European Company Law 2010, Vol. 7, s. 195-203.

Matheason, John/Olson, Brent: *Corporate Law and the Longterm Shareholder Model of Corporate Governance*, Minnesota Law Review 1992, Vol. 76, s. 1313-1391.

Mähönen, Jukka: *Shareholder Activism a Driver or an Obstacle to Sustainable Value Creation?*, Sustainable Value Creation in the European Union Towards Pathways to a Sustainable Future through Crises (Ed. Sjåffell, Beate/Tsagas, Georgina/Villiers, Charlotte), Cambridge: Cambridge University Press, 2022, s. 154-181.

- Mcdonnell, Brett/Osofsky, Hari/Peel, Jacqueline/Foerster, Anita: *Green Boardrooms?*, Connecticut Law Review 2021, Vol. 53, No. 2, s. 335-410.
- Meinert, Carsten: *Ungeschriebene Schranken der aktienrechtlichen Sonderprüfung nach § 142 Abs. 2 AktG*, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 5/2023, s. 671-707.
- Million, David: *Shareholder Social Responsibility*, Seattle University Law Review 2013, Vol. 36, No. 2, s. 911-940.
- Mittwoch, Anne-Christin: *Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht*, Archiv für die civilistische Praxis 2-4/2023, s. 669-671.
- Mock, Sebastian: *Grosskommentar zum Aktienrecht* (Hrsg. Stilz, Eberhard/Veil, Rüdiger), München: Verlag Carl Heinrich Beck, 01.10.2024.
- Monciardini, David: *Regulating Accounting for Sustainable Companies: Some Considerations on the Forthcoming EU Directive*, University of Oslo Faculty of Law 2014, Research Paper No. 2014-26, s. 121-124.
- Morley, John: *Too Big To Be Activist*, Southern California Law Review 2019, Vol. 92, No. 6, s. 1407-1454.
- Moroğlu, Erdoğan: *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Değerlendirme ve Öneriler*, B. 8, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2016 (*Değerlendirme ve Öneriler*).
- Moroğlu, Erdoğan: *Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü*, B. 8, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2017 (*Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü*).
- Mosca, Chiara: *Director–Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, European Company and Financial Law Review 2018, Vol. 15, No. 4, s. 805–856.
- Moslein, Florian/Sørensen, Karsten Engsig: *The Commission’s Action Plan for Financing Sustainable Growth and Its Corporate Governance Implications*, European Company Law Journal 2018, Vol. 15, No. 6, s. 221-231 (*Sustainable Growth*).
- Moslein, Florian/Sørensen, Karsten Engsig: *Nudging for Corporate Long-Termism and Sustainability: Regulatory Instruments from a Comparative and Functional Perspective*, Columbia Journal of European Law 2018, Vol. 24, No. 2, s. 391-454 (*Long-Termism*).

- Mülbert, Peter: *Die neue kapitalmarktrechtliche Dimension des AktG aufgrund der Richtlinie (EU) 2017/828 (Aktionärsrechte-Richtlinie II) betreffend Intermediäre*, Die Aktiengesellschaft 2/2021, s. 53-58.
- Nagel, Michael: *Das Einberufungs- und Traktandierungsrecht von Minderheitsaktionären einer Aktiengesellschaft*, Zurich: Dike Verlag, 2023.
- Narbay, Şafak: *Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Ortaklıkta Özel Denetim*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2010.
- Narbay, Şafak/Öksüz, Ayşe Gül: *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylara Sahip Olunmasıyla Pay Alım Teklifinde Bulunma Zorunluluğunun Doğması*, Regesta Ticaret Hukuku Dergisi 2024, C. 9, S. 2, s. 307-354.
- Nicolai, Alexander/Thomas, Thomas: *Investoren-Aktivismus – Ursachen und Auswirkungen*, Wirtschaftswissenschaftliches Studium 1/2004, s. 20-24.
- Noack, Ulrich/Zetzsche, Dirk Andreas: *(Virtuelle) Hauptversammlung mit und nach Corona Überlegungen zur modernen Aktionärsteilhabe*, Die Aktiengesellschaft 19/2020, s. 721-729.
- Nomer, Nedret Füsün: *Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Sadakat Yükümlülüğü*, İstanbul: Beta Yayınevi, 1999 (*Pay Sahibinin Sadakat Yükümlülüğü*).
- Nomer, Nedret Füsün: *Yatırım Fonlarında Katılma Belgesi Sahibi ile Kurucu Arasındaki Hukuki İlişki ve Katılma Belgesi Sahibinin Hukuki Konumu*, Prof. Dr. Ömer Teoman'a 55. Yaş Günü Armağanı, C. 1, İstanbul: Beta Yayınevi, 2002, s. 595-620 (*Yatırım Fonları*).
- Nomer, Nedret Füsün: *Yatırım Ortaklıkları*, B. 2, İstanbul: Beta Yayınevi, 2003 (*Yatırım Ortaklıkları*).
- Nomer Ertan, Nedret Füsün: *6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı*, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası 2013, C. 71, S. 2, s. 131-144.
- Ockert, Franziska: *Die langfristige Bindung von Gesellschaftern Eine Systematisierung ihrer Motive und Mechanismen vom Start-up bis zur börsennotierten Aktiengesellschaft*, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2020.
- Okat, Yalçın Özge: *Türk ve AB Hukukunda Yatırım Fonları*, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2009.

- Olgiatti, Lorenzo/Kindler, Thomas: *Eine neue Rolle für schweizerische institutionelle Anleger? Internationale Corporate Governance-Entwicklung als Schrittmacher*, Der Schweizer Treuhänder 11/2002, s. 1065.
- Orbay Ortaç, Nurdan: *Anonim Şirket Genel Kurul Toplantı Başkanı*, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2023.
- Ölmez, Fatih: *Belirli Grupların Anonim Şirket Yönetim Kurulunda Temsili*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2021.
- Öngüt, İbrahim: *Yatırım Şirketleri ve Yatırım Fonları*, İktisat ve Maliye Dergisi 1967, C. 14, S. 2, s. 55-69.
- Özdemir, Semih Sırrı: *İş Adamı Kararı İlkesi (Business Judgment Rule) ve Türk Hukukunda Uygulanabilirliği*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2017 (*İş Adamı Kararı İlkesi*).
- Özdemir, Semih Sırrı: *Halka Açık Anonim Şirketlerde Pay Sahibi Eylemciliği (Aktivizmi)*, Ankara: Yetkin Yayıncılık, 2023 (*Pay Sahibi Eylemciliği*).
- Özeroğlu, Ali İhsan: *Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Gelişimi ve Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkileri*, Tarih Okulu Dergisi 2014, C. 7, S. 18, s. 397-419.
- Özsunay, Ergun: *Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta İnançlı Muameleler*, İstanbul: Cezaevi Matbaası, 1968.
- Paccès, Alessio: *Exit, Voice and Loyalty from the Perspective of Hedge Funds Activism in Corporate Governance*, Erasmus Law Review 2016, Vol. 9, No. 4, s. 199-216.
- Park, James: *Do the Securities Laws Promote Short-Termism?*, UC Irvine Law Review 2020, Vol. 10, No. 3, s. 991-1044.
- Paslı, Ali: *Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi (Corporate Governance)*, B. 2, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2005 (*Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi*).
- Paslı, Ali: *Kurumsal Yönetim*, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Ed. Helvacı, Mehmet/Uzel, Necdet/Sönmez, Numan/Özsoy, Ahmet), İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2019, s. 225-236 (*Kurumsal Yönetim*).
- Paslı, Ali/Aydoğan, Fatih: *Kolektif Yatırım Kuruluşları (Fon Yönetimi)*, Türk Hukukunun Avrupa Birliği Hukukuna Uyumu Özel Hukuk (Ed. Kaya, Arslan/Engin, Baki/Paslı, Ali/Aşıkoğlu, Şehriban/Oğuz, Elif), İstanbul: İstanbul University Press, 2020, s. 475-500.

- Pinto, João/ Alves, Paulo: *The Economics of Securitization: Evidence From the European Markets*, Investment Management and Financial Innovations 2016, Vol. 13, No. 1, s. 112-126.
- Plagemann, Nikolaus/Rahlmeyer, Niklas: *Vier Corporate Governance Trends für 2015*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 23/2015, s. 889-928.
- Poelzig, Dörte: *Grosskommentar zum Aktienrecht* (Hrsg. Stilz, Eberhard/Veil, Rüdiger), München: Verlag Carl Heinrich Beck, 01.10.2024.
- Poole, William: *Causes and Consequences of the Financial Crisis of 2007-2009*, Harvard Journal of Law & Public Policy 2010, Vol. 33, No. 2, s. 421-442.
- Poroy, Reha/Tekinalp, Ünal/Çamoğlu, Ersin: *Ortaklıklar Hukuku I*, B. 15, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2021 (*Ortaklıklar Hukuku I*).
- Poroy, Reha/Tekinalp, Ünal/Çamoğlu, Ersin: *Ortaklıklar Hukuku II*, B. 15, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2023 (*Ortaklıklar Hukuku II*).
- Puchniak, Dan/Varottil, Umakanth: *Climate-Related Shareholder Activism as Corporate Democracy: A Call to Reform "Acting in Concert" Rules*, European Corporate Governance Institute 2024, Working Paper No: 615/2021, s. 1-36.
- Pulaşlı, Hasan: *Halka Açık Anonim Şirketler Hukukunda Son Yıllardaki Önemli Gelişmeler*, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi 2021, C. 27, S. 1, s. 414-439 (*Önemli Gelişmeler*).
- Pulaşlı, Hasan: *Şirketler Hukuku Şerhi, C. II*, B. 5, Ankara: Adalet Yayınevi, 2024 (*C. II*).
- Pulaşlı, Hasan: *Şirketler Hukuku Şerhi, C. III*, B. 5, Ankara: Adalet Yayınevi, 2024 (*C. III*).
- Quimby, Alexander: *Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares*, Florida State University Law Review 2013, Vol. 40, No. 2, s. 389-413.
- Randy, Eaddy: *A Case for Eliminating Quarterly Periodic Reporting: Addressing the Malady of Short-Termism in U.S. Markets with Real Medicine*, Business Lawyer 2019, Vol. 74, No. 2, s. 387-416.
- Rappaport, Alfred: *The Economics of Short-Term Performance Obsession*, Financial Analysts Journal 2005, No. 3, s. 65-79.

- Redeke, Julian: *Institutionelle Investoren und Organhaftung Dei ex Machina oder rational apathische Zuschauer?*, Die Aktiengesellschaft 8/2015, s. 253-261.
- Reisberg, Arad: *The Notion of Stewardship From a Company Law Perspective Re-Defined and Re-Assessed in Light of the Recent Financial Crisis?*, Journal of Financial Crime 2010, Vol. 18, No. 2, s. 126-147.
- Rhee, Robert: *Corporate Short-Termism and Intertemporal Choice*, Washington University Law Review 2018, Vol. 96, No. 3, s. 495-558.
- Rieckers, Oliver: *Grosskommentar zum Aktienrecht* (Hrsg. Stilz, Eberhard/Veil, Rüdiger), München: Verlag Carl Heinrich Beck, 01.10.2024.
- Ringe, Wolf-Georg: *Hedge Funds and Risk Decoupling: The Empty Voting Problem in the European Union*, Seattle University Law Review 2013, Vol. 36, No. 2, s. 1027-1116 (*Hedge Funds*).
- Ringe, Wolf-Georg: *Changing Law and Ownership Patterns in Germany: Corporate Governance and the Erosion of Deutschland AG*, American Journal of Comparative Law 2015, Vol. 63, No. 2, s. 493-538 (*Corporate Governance*).
- Ringe, Wolf-Georg: *Stewardship and Shareholder Engagement in Germany*, European Business Organization Law Review 2021, Vol. 22, No. 1, s. 87-124 (*Stewardship*).
- Ringe, Wolf-Georg: *Investor-led Sustainability in Corporate Governance*, European Corporate Governance Institute 2021, Working Paper No: 615/2021, s. 1-43 (*Sustainability*).
- Ringe, Wolf-Georg: *Adaptive Advocacy: The Reinvention of Shareholder Activism*, European Corporate Governance Institute 2025, Working Paper No: 835/2025, s. 1-55 (*Shareholder Activism*).
- Roach, Lee: *The UK Stewardship Code*, Journal of Corporate Law Studies 2011, Vol. 11, No. 2, s. 463-494.
- Rock, Edward: *Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, Cornell Law Review 2012, Vol. 97, No. 4, s. 849-906 (*Shareholder Eugenics*).
- Rock, Edward: *Institutional Investors in Corporate Governance*, The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (Ed. Gordon, Jeffrey/Ringe, Wolf-Georg), Oxford: Oxford University Press, 2018, s. 448-474 (*Institutional Investors*).
- Roe, Mark: *Corporate Short-Termism-in the Boardroom and in the Courtroom*, The Business Lawyer 2013, Vol. 68, s. 977-1006 (*Corporate Short-Termism*).

- Roe, Mark: *Stock Market Short-Termism's Impact*, University of Pennsylvania Law Review 2018, Vol. 167, No. 1, s. 71-122 (*Short-Termism's Impact*).
- Rose, Paul/Sharfman, Bernard: *Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance*, Brigham Young University Law Review 2014, Vol. 2014, No. 5, s. 1015-1051.
- Ruppel, Conrad: *ARUG II: Aktienrechtliche Transparenzpflichten für kollektive Vermögensverwalter im Lichte des Investmentrechts*. Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2/2022, s. 219-262.
- Rutterford, Janette: *Learning From One Another's Mistakes: Investment Trusts in the UK and the US, 1868–1940*, Financial History Review 2009, Vol. 16, No. 2, s. 157-181.
- Saltor, Malcolm: *How Short-Termism Invites Corruption ... And What to Do About It*, Harvard Business School 2012, Working Paper No. 12-094, s. 1-36.
- Santella, Paolo/Baffi, Enrico/Drago, Carlo/Lattuca, Dino: *Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in the EU and in the US*, European Business Law Review 2012, Vol. 23, No. 2, s. 258-259.
- Schaefer, Hans: *Shareholder Activism und Corporate Governance*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 23/2007, s. 900-903.
- Schäfer, Achim/Wucherer, Wilhelm: *Aktivistische Aktionäre in AG und SE: Neue Akteure, alte Instrumente Chancen für eine Renaissance der Hauptversammlung?*, Die Aktiengesellschaft 13-14/2023, s. 483-493.
- Schäfer, Carsten: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz* (Hrsg. Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne), Aufl. 6, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2024 (*Münchener Kommentar*).
- Schäfer, Carsten: *Rechte und Pflichten des privaten Großaktionärs*, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2-3/2021, s. 226–270 (*Großaktionärs*).
- Schiessl, Maximilian: *Empfehlungen an Publikumsgesellschaften für den Umgang mit Hedgefonds*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 15/2009, s. 689-697.
- Schilha, Ralph/Theusinger, Ingo: *Aufsichtsratskommunikation – insbesondere in der Unternehmenskrise: Aktienrechtsdogmatik trifft auf Praxiserwartung*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 14/2019, s. 521-527.

- Schmidt, Reinhard/Spindler, Gerald: *Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive Eine Betrachtung der Risiken, der Notwendigkeiten und Möglichkeiten einer Regulierung von Private Equity und aktivistischen Hedgefonds aus ökonomischer und gesellschafts-, kapitalmarkt- und arbeitsrechtlicher Sicht*, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2008.
- Schmidt, Jessica: *Die Umsetzung der Aktionärsrechte-Richtlinie 2017: der Referentenentwurf für das ARUG II*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 31/2018, s. 1201-1220.
- Schmolke, Klaus: *Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle Institutionelle Investoren vs. Hedgefonds*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 5/2007, s. 701-744.
- Schneider, Uwe: *Abgestimmtes Verhalten durch institutionelle Anleger: Gute Corporate Governance oder rechtspolitische Herausforderung?*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 4/2012, s. 518-534.
- Schockenhoff, Martin: *Vorstände im Visier aktivistischer Aktionäre Auswechslung und Vergütungsreduzierung auf Verlangen von Aktionären und Investoren?*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 38/2017, s. 1785-1793.
- Schockenhoff, Martin/Culmann, Johannes: *Shareholder Activism in Deutschland*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 7/2015, s. 297-307.
- Schwarcz, Steven: *Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown*, Minnesota Law Review 2008, Vol. 93, No. 2, s. 373-406 (*Protecting Financial Markets*).
- Schwarcz, Steven: *Systemic Risk*, Georgetown Law Journal 2008, Vol. 97, No. 1, s. 193-250 (*Systemic Risk*).
- Schwarcz, Steven: *Understanding the Subprime Financial Crisis*, South Carolina Law Review 2009, Vol. 60, No. 3, s. 549-572 (*Financial Crisis*).
- Schwartz, Jeff: *De Facto Shareholder Primacy*, Maryland Law Review 2020, Vol. 79, No. 3, s. 652-699.
- Seibert, Ulrich: *Corporate Governance: The Next Phase – Die Corporate Governance – Debatte schreitet weiter zu den Pflichten der Eigentümer und ihrer Helfer*, Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag, München: Verlag C. H. Beck, 2013 s. 1101-1118.

- Seibt, Christoph/Danwerth, Christopher: *Aktionärskommunikation und (Online) Hauptversammlung: Das Vorfeld ist das Hauptfeld!*, Die Aktiengesellschaft 10/2021, s. 369-379.
- Sevi, Ali Murat: *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulunda Temsil Edilme Hakkı*, Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2021, C. 9, S. 2, s. 445-472.
- Seyman, Seda: *Şirketler Hukuku Şerhi, C. II*, (Ed. Şenocak, Kemal), Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2023.
- Sharfman, Bernard: *Activist Hedge Funds in a World of Board Independence: Creators or Destroyers of Long-Term Value?*, Columbia Business Law Review 2015, No. 3, s. 813-860.
- Silvers, Damon: *Commentary on "Toward Common Sense and Common Ground? Reflections on the Shared Interests of Managers and Labor in a More Rational System of Corporate Governance" by Leo E. Strine, Jr.*, Journal of Corporation Law 2007, Vol. 33, No. 1, s. 85-94.
- Sjåfjell, Beate: *Reforming EU Company Law to Secure the Future of European Business*, European Company and Financial Law Review 2021, Vol. 18, No. 2, s. 190-217.
- Smith, Adam: *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (Ed. Soares, Sálvio Marcelo), Metalibri Digital Library, 2007.
- Sneirson, Judd: *the History of Shareholder Primacy from Adam Smith Through the Rise of Financialism*, University of Oslo Faculty of Law 2019, Research Paper No. 2019-11, s. 1-20.
- Sokol, Nathaniel: *High Frequency Litigation: SEC Responses to High Frequency Trading as a Case Study in Misplaced Regulatory Priorities*, Columbia Science and Technology Law Review 2016, Vol. 17, No. 2, s. 402-469.
- Solak, Ekrem: *Birleşik Krallık ve Avrupa Birliği Hukukları Kapsamında Pay Sahibi Aktivizmi Düzenlemeleri*, Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2019, C. 16, S. 2, s. 127-162 (Düzenlemeler).
- Solak, Ekrem: *Shareholder Activism and the Law*, New York: Routledge, 2020 (Shareholder Activism).

- Solomon, David/Soltes, Eugene: *What Are We Meeting For: The Consequences of Private Meetings with Investors*, Journal of Law & Economics 2015, Vol. 58, No. 2, s. 325-356.
- Söhnholz, Dirk: *Divestments bewirken mehr als Stimmrechtsausübungen oder Engagement*, Nachhaltige Finanzen Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken (Hrsg. Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage), Wiesbaden: Springer Gabler, 2020, s. 143-161.
- Sönmez, Yusuf Ziyaeddin: *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrolü Kavramı- Yönetim Kontrolünde Değişiklik Olması ve Buna Bağlanan Sonuçlar*, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi 2018, C. 4, S. 2, s. 263-325.
- Spindler, Gerald: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz* (Hrsg. Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne), Aufl. 6, München: Verlag Carl Heinrich Beck, 2024.
- Splinter, Christopher: *Aktiengesetz Kommentar* (Hrsg. Grigoleit, Hans Christoph), Aufl. 2, München: Verlag C. H. Beck, 2020.
- Stein, Jeremy: *Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: a Model of Myopic Corporate Behavior*, Quarterly Journal of Economics 1989, Vol. 104, s. 655-669.
- Stiglitz, Joseph: *Using Tax Policy To Curb Speculative Short-Term Trading*, Journal of Financial Services Research 1989, Vol. 3, s. 101-115.
- Storck, Michel/Schneider, Uwe: *Doppeltes Stimmrecht für langfristig investierte Aktionäre im französischen Recht Ein Beitrag zur „Nachhaltigkeitsprämie“*, Die Aktiengesellschaft 19/2008, s. 700-706.
- Stöber, Michael: *Neuerungen im Aktienrecht durch das ARUG II*, Deutsches Steuerrecht 8/2020, s. 391-398.
- Strampelli, Giovanni: *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, San Diego Law Review 2018, Vol. 55, No. 4, s. 803-852 (*Passive Investing*).
- Strampelli, Giovanni: *Can BlackRock Save the Planet? The Institutional Investors' Role in Stakeholder Capitalism*, Harvard Business Law Review 2021, Vol. 11, s. 1-20 (*Stakeholder Capitalism*).
- Strand, Therese: *Short-Termism in the European Union*, Columbia Journal of European Law 2015, Vol. 22, No. 1, s. 15-60.

Strenger, Christian/Zetsche, Dirk: *Institutionelle Anleger, Verbesserung der Corporate Governance und Erleichterung der grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung*, Die Aktiengesellschaft 11/2013, s. 397-406.

Strine, Leo: *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, The Business Lawyer 2010, Vol. 66, No. 1, s. 1-26 (Long Term).

Strine, Leo: *Who Bleeds When the Wolves Bite: A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, Yale Law Journal 2017, Vol. 126, No. 6, s. 1870-1971 (Activism).

Şener, Oruç Hami: *Yatırım Fonlarında Katılma Belgesi Sahiplerinin (Yatırımcıların) Belgelerini Fona İade (Devir) Hakkı*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2004, C. 22, S. 4, s. 99-138.

Taleska, Ana: *European Insider Trading Theory Revisited: The Limits of the Parity-of-Information Theory and the Application of the Property Rights in Information Theory to Activist Investment Strategies*, European Company and Financial Law Review 2020, Vol. 17, No. 5, s. 558-600.

Tanör, Reha: *Türk Sermaye Piyasası, C. 1, Taraflar*, B. 2, İstanbul: Beta Yayınevi, 1999.

Tekinalp, Ünal: *Yatırım Ortaklıklarının Düzenlenmesinde Temel Alınabilecek İki Model ve Türk Sistemi*, İktisat ve Maliye Dergisi 1970, C. 17, S. 9, s. 386-392 (Model).

Tekinalp, Ünal: *Sermaye Piyasasının Hukuki Yönü ve Sorunları*, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası 1973, C. 38, S. 1-4, s. 445-482 (Hukuki Yön ve Sorunlar).

Tekinalp, Ünal: *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları*, İstanbul: Formül Matbaası, 1979 (Yönetime Katılma Sorunları).

Tekinalp, Ünal: *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, İstanbul: Ekonomik ve Sosyal Yayınlar Anonim Şirketi, 1982 (Sermaye Piyasası Hukuku).

Tekinalp, Ünal: *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, B. 4, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015 (Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku).

Tekinalp, Ünal/Çamoğlu, Ersin: *Sermaye Piyasası Hukukunun Temel İlkeleri ve Gerekçeli Sermaye Piyasası Kanunu*, B. 2, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2018.

- Teoman, Ömer: *Anonim Ortaklık Genel Kurul Toplantılarında Pay Sahiplerinin Konuşma Süresinin Sınırlandırılması*, Tüm Makalelerim Cilt I-II (1971-2001), B. 2, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2012, s. 509-520.
- Tevfik, Gürman: *Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları Teori ve Uygulama*, Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1995.
- Thaeter, Ralf/Guski, Roman: *Shareholder Activism: Gesellschaftsrechtliche Schranken aktiven Aktionärsverhaltens*, Die Aktiengesellschaft 9/2007, s. 301-308.
- Thoma, Georg/Steck, Kai-Uwe: *The German Investmentaktiengesellschaft (Closed-End Fund): Investment Alternative or Legislative Failure?*, University of Pennsylvania Journal of International Economic Law 2002, Vol. 23, No. 1, s. 25-44.
- Tok, Ahmet: *Halka Açık Şirketlerdeki İmtiyazların SPK Tarafından Kaldırılmasına İlişkin Düzenlemenin Analizi*, Sermaye Şirketleri Hukukunda Güncel Gelişmeler Sempozyumu (Tebliğler-Tartışmalar) 19 Haziran 2019 (Ed. Alışkan, Murat/Mersin, Bilge Utkan/Sarıkaya, Sinan), İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2020, s. 393-419 (*Halka Açık Şirketlerdeki İmtiyazların SPK Tarafından Kaldırılması*).
- Tok, Ahmet: *Sermaye Piyasası Hukukunda Piyasa Bozucu Eylemler*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2023 (*Piyasa Bozucu Eylemler*).
- Tröger, Tobias: *Die Regelungen zu institutionellen Investoren, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern im Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II)*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1/2019, s. 126-162.
- Turanboy, Asuman: *İnsider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı)*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 1990 (*İnsider Muameleleri*).
- Turanboy, Asuman: *Anonim Şirketlerde Temsilci Aracılığıyla Oy Kullanma ve Hissedarlara Çağrı Yoluyla Oyda Vekâlet*, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 1996, C. 45, S. 1, s. 427-438 (*Çağrı Yoluyla Oyda Vekalet*).
- Turanboy, Asuman: *Ticarî Sır*, Prof. Dr. Tuğrul Ansay’a Armağan, Ankara: Turhan Kitabevi, 2006, s. 349-369 (*Ticarî Sır*).
- Türkyılmaz, İsmail: *Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2015.

- Tüzemen Atik, Ebru: Sermaye Şirketlerinde Genel Kurul Kararlarının Yokluğunun veya Butlanının İleri Sürülmesinde Hakkın Kötüye Kullanılması Yasağı*, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi 2022, C. 28, S. 1, s. 303-328.
- Üçışık, Güzin/Çelik, Aydın: Anonim Ortaklıklar Hukuku*, C. 2, Ankara: Adalet Yayınevi, 2022.
- van der Elst, Christoph/Vermeulen, Erik: Europe's Corporate Governance Green Paper: Do Institutional Investors Matter?*, Tilburg Law School Legal Studies Research Paper Series 2011, No. 014/2011, s. 1-16.
- van Oostrum, Chris: Sustainability Through Transparency and Definitions: A Few Thoughts on Regulation (EU) 2019/2088 and Regulation (EU) 2020/852*, European Company Law Journal 2021, Vol. 18, No. 1, s. 15-21.
- Vatter, Stefan: Grosskommentar zum Aktienrecht* (Hrsg. Stilz, Eberhard/Veil, Rüdiger), München: Verlag Carl Heinrich Beck, 01.10.2024.
- Veil, Rüdiger: Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht* (Hrsg. Veil, Rüdiger), Aufl. 3, Tübingen: Mohr Siebeck, 2022.
- Velasco, Julian: Taking Shareholder Rights Seriously*, University of California Davis Law Review 2007, Vol. 41, s. 605-682.
- Velte, Patrick: Stewardship-Theorie*, Zeitschrift für Planung & Unternehmenssteuerung 20/2010, s. 285-293.
- Verse, Dirk: Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2006.
- Vogt, Hans-Ueli: Aktionärsdemokratie Über die Möglichkeiten und Grenzen der Verwirklichung eines politischen Leitbildes im Aktienrecht, mit besonderer Berücksichtigung der Revision des schweizerischen Aktienrechts*, Zurich: Dike Verlag, 2012.
- von der Crone, Hans Casper: Aktienrecht*, Aufl. 2, Bern: Stämpfli Verlag AG, 2020.
- Vural, Güven: Yatırım Ortaklıkları*, Ankara: Kalite Matbaası, 1978.
- Walker, David: The Challenge of Improving the Long-Term Focus of Executive Pay*, Boston College Law Review 2010, Vol. 51, s. 435-472.

- Wang, Wallace Wen Yeu: *Corporate Versus Contractual Mutual Funds: an Evaluation of Structure and Governance*, Washington Law Review 1994, Vol. 69, No. 4, s. 927-1048.
- Wangemann, Micheal: *Finanzielle Anreize zur Steigerung der Hauptversammlungspräsenz in der Aktiengesellschaft*, Berlin: Peter Lang GmbH, 2008.
- Watter, Rolf/Spillmann, Till: *Corporate Social Responsibility - Leitplanken für den Verwaltungsrat Schweizerischer Aktiengesellschaften*, Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht 2-3/2006, s. 94-116.
- Weber, Rolf: *Mapping and Structuring International Financial Regulation-A Theoretical Approach*, European Business Law Review 2009, Vol. 20, No. 5, s. 651-688.
- Weber-Rey, Daniela/Reps, Markus: *Ankerbeteiligungen: Chancen für die Corporate Governance, Rechtsrahmen und Investorenvereinbarungen Ein Beitrag zu der rechtspolitischen Debatte um verantwortungsbewusste Aktionäre*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 5/2013, s. 597-646.
- Weller, Marc-Philippe/Benz, Nina: *Klimaschutz und Corporate Governance*, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 4–5/2022, s. 563-601.
- Wernsmann, Rainer: *Verhaltenslenkung in einem rationalen Steuersystem*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2005.
- Wilsing, Hans-Ulrich: *Corporate Governance in Deutschland und Europa Die Rolle der institutionellen Investoren, der Proxy Advisors und die der Aktionäre*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2-3/2012, s. 291-308.
- Winston, Andrew: *The Big Pivot – Radically Practical Strategies for a Hotter, Scarcer, and More Open World*, ABD: Harvard Business Review Press, 2014.
- Winter, Ralph: *On “Protecting the Ordinary Investor”*, Washington Law Review 1988, Vol. 63, No. 4, s. 881-902.
- Wohlmann, Herbert: *Richtlinien für institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften*, Schweizerische Juristen-Zeitung 109/2013, s. 461-467.
- Woodward, Megan: *The Need for Speed: Regulatory Approaches to High Frequency Trading in the United States and the European Union*, Vanderbilt Journal of Transnational Law 2017, Vol. 50, No. 5, s. 1359-1394.

- Wundenberg, Malte: *Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht* (Hrsg. Veil, Rüdiger), Aufl. 3, Tübingen: Mohr Siebeck, 2022.
- Wurm, Matthias: *Die rechtliche Bewertung von Investorendialogen*, Berlin: Peter Lang GmbH, 2021.
- Yağmur, Setenay: *Anonim Şirketlerde Eşit İşlem İlkesi*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2020.
- Yanlı, Veliye: *Özel Durumların Kamuya Açıklanmasında “İçsel Bilgi” Kavramı*, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu (25-26 Haziran 2010), İstanbul: Renk Matbaacılık, 2011, s. 258-271.
- Yasaman, Hamdi: *Fransız Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları*, İktisat ve Maliye Dergisi 1973, C. 20, S. 4, s. 146-152 (*Fransız Yatırım Kuruluşları*).
- Yasaman, Hamdi: *İsviçre Yatırım Fonları*, İktisat ve Maliye Dergisi 1973, C. 20, S. 8, s. 301-310 (*İsviçre Yatırım Fonları*).
- Yasaman, Hamdi: *İsviçre ve Fransız Hukuklarında Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulama İmkanları*, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1980 (*Türk Hukukunda Uygulama*).
- Yatağan Özkan, Çiğdem: *Anonim Şirketlerde Pay Sahibi Anlayışındaki Değişimler ve Kısa Vadecilik Akımına Bir Çözüm Önerisi Olarak Sadakat Payları*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2016, C. 32, S. 3, s. 155-192.
- Yayla, Ümit: *Anonim Ortaklık Genel Kurulları Elektronik Genel Kurullar*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2013.
- Yıldız, Şükrü: *Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi*, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004.
- Yıldız Destanoğlu, Burçak: *Yatırım Fonu Katılma Belgeleri*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2004.
- Yılmaz, Hümeysra: *Anonim Şirketlerde Azınlığın Genel Kurulun Toplantıya Çağırılması ve Gündeme Madde Eklenmesi Talebi*, Çankaya Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2020, C. 5, S. 1, s. 3723-3750.
- Yiğit, İlhan: *Anonim Ortaklık Genel Kurulunun İşleyişi ve Ortaya Çıkan Sorunlar*, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2005.

Yüce Akıncı, Gönül: *Sermaye Piyasaları ve Yatırım Fonları: Teori ve Uygulama*, Bursa: Dora Yayıncılık, 2014.

Zetzsche, Dirk Andreas: *Langfristigkeit im Aktienrecht? – Der Vorschlag der Europäischen Kommission zur Reform der Aktionärsrechterichtlinie*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 29/2014, s. 1121-1131(*Langfristigkeit*).

Zetzsche, Dirk Andreas: *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2015 (*Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*).

Zetzsche, Dirk Andreas: *The Anatomy of European Investment Fund Law*, SSRN Electronic Journal 2017, s. 1-85 (*European Investment Fund Law*).

Zetzsche, Dirk Andreas: *Pflichten von Asset Managern und Asset Ownern gem. §§ 134a ff. AktG*, Die Aktiengesellschaft 17/2020, s. 637-657 (*Asset Manager und Asset Owner*).

Zetzsche, Dirk Andreas/Nast, Dominik: *Kapitalanlagegesetzbuch Kommentar* (Hrsg. Assmann, Heinz-Dieter/Wallach, Edgar/Zetzsche, Dirk Andreas), Aufl. 2, Köln: Verlag Dr. Otto Schmidt KG, 2023.

Zubrod, Andreas: *Engagement und active ownership aus rechtlicher Sicht*, Nachhaltige Finanzen Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken (Hrsg. Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage), Wiesbaden: Springer Gabler, 2020, s. 9-32.

II. RAPORLAR VE İNTERNET KAYNAKLARI

Avrupa Birliği Sürdürülebilir Finans Uzmanlar Grubu: *Sürdürülebilir Avrupa Ekonomisinin Finansmanına İlişkin Nihai Rapor (Final Report: Financing a Sustainable European Economy)*, 2018, https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-expert-group-sustainable-finance-hleg_en#final.

Avrupa Komisyonu: *Avrupa Ekonomisinin Uzun Vadede Finanse Edilmesi Hakkında Yeşil Kitap (Green Paper: Long-Term Financing of the European Economy)*, 2013, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_13_274.

Avrupa Komisyonu: Sürdürülebilir Kalkınmanın Finansmanı Eylem Planı (Action Plan: Financing Sustainable Growth), 08.03.2018, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52018DC0097>.

Borsa İstanbul Anonim Şirketi: BIST Endeksleri, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/2915/bist-endeksleri>.

Borsa İstanbul Anonim Şirketi: Bist Pay Endeksleri Temel Kuralları, <https://www.borsaistanbul.com/files/bist-pay-endeksleri-temel-kurallari2020.pdf>.

Deepwater Horizon Study Group: Final Report on the Investigation of the Macondo Well Blowout, 2011, https://scholarship.law.bu.edu/faculty_scholarship/3227/.

Jackson, Gregory/Petraki, Anastasia: Understanding Short-termism: the Role of Corporate Governance (Report to the Glasshouse Forum 2011), chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgclefindmkaj/https://sofi.uni-goettingen.de/fileadmin/Textarchiv/WIP2/Praesentationen/jackson-petraki_short-termism.pdf.

Kay Raporu: The Kay Review Of Uk Equity Markets And Long-Term Decision Making, <https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a7ccdbed915d6b29fa8bea/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf>.

Keynes, John: The General Theory of Employment, Interest, and Money, Zurich: International Relations and Security Network (<https://css.ethz.ch/en/services.html>).

Kingman Raporu: Independent Review of the Financial Reporting Council, <https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5c1bbe68ed915d7327b92162/frc-independent-review-final-report.pdf>.

National Commission on the BP Deepwater Horizon Oil Spill and Offshore Drilling: The Gulf Oil Disaster and the Future of Offshore Drilling (Report to the President), 2011, <https://www.govinfo.gov/app/details/GPO-OILCOMMISSION>.

OECD: The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, 2011, https://www.oecd.org/en/publications/the-role-of-institutional-investors-in-promoting-good-corporate-governance_9789264128750-en.html.

Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report), London, 1992, <https://www.ecgi.global/publications/codes/cadbury-report-the-financial-aspects-of-corporate-governance>.

Sermaye Piyasası Kurulu: Yatırım Fonlarına İlişkin Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı,
<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/78>.

The Aspen Institute: Overcoming Short-termism: a Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management, 2009,
<https://www.aspeninstitute.org/publications/>.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: Yıllık Türkiye Sermaye Piyasası Raporu,
<https://tspb.org.tr/yayinlar/kategori-yillik-yayinlar/>.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: Türkiye Sermaye Piyasaları Genel Görünümü, 2024,
<https://tspb.org.tr/veriler/#yatirimci-profil>.

Walker Raporu: A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities: Final Recommendations, <https://image.guardian.co.uk/sys-files/Guardian/documents/2009/11/26/walker-review.pdf>.

ÖZET

Kolektif yatırım kuruluşları, pay sahibi olarak veya pay sahibinin vekili olarak halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılma hakkı elde etmektedirler. 2000’li yılların başlarına kadar, kolektif yatırım kuruluşlarının faaliyetlerinin portföy işletmekten ibaret olduğu, dolayısıyla kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimini kontrol amacı gütmemeleri, yönetimine müdahale etmemeleri gerektiği kabul edilmekteydi. Ancak kolektif yatırım kuruluşlarının portföy işletmeciliği faaliyetini yerine getirirken pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmamaları gerektiğine ilişkin bu yaklaşımdan 2007-2009 yılları arasında yaşanan küresel ekonomik krizle birlikte vazgeçilmiştir.

Ekonomik kriz sonrasında kolektif yatırım kuruluşlarının da içerisinde bulunduğu pay sahiplerinin büyük bir kısmının halka açık ortaklıkların uzun vadede elde edebilecekleri başarılarla ve karşılaşılabilecekleri risklere yeteri kadar önem vermedikleri, ortaklık paylarını kısa vadede alıp satarak aradaki fark üzerinden kâr elde etmeyi tercih ettikleri gözlemlenmiştir. Pay sahiplerinin kısa vadeci davranmaları halka açık anonim ortaklıklar, kısa vadeci davranmayan diğer pay sahipleri, ortaklık yöneticileri, genel ekonomi ve çevre bakımından birtakım olumsuz sonuçları da beraberinde getirmektedir.

Pay sahipliğinde kısa vadeciliğe karşı birçok çözüm önerisi getirilmiştir. Bu önerilerden biri de halka açık anonim ortaklıklarda pay sahibi olan kolektif yatırım kuruluşlarının, oy hakkı, bilgi alma ve inceleme hakkı, dava hakkı gibi pay sahipliği haklarını ve kişisel görüşmeler, kamuoyu baskısı ve diğer pay sahipleriyle iş birliği gibi hukuken düzenlenmemiş bazı araçları ortaklıkların uzun vadeli daha iyi yönetilmesi için kullanarak ortaklıkların yönetimine katılmasını ifade eden katılımcı pay sahipliğidir (*shareholder engagement*).

Katılımcı pay sahipliği kolektif yatırım kuruluşlarının, pay sahipliği haklarını ve diğer yöntemleri aktif bir şekilde kullanarak ortaklığın işleyişini sağlayan iş ve işlemleri gözetmesi anlamına gelmektedir. Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmasını sağlamak için çeşitli düzenleme önerileri sunulmuş ve bunlar arasından kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılmaları konusunda kamuyu aydınlatması yaklaşımı tercih edilmiştir. Kamuyu aydınlatma düzenlemeleri aracılığıyla kolektif yatırım kuruluşlarının, katılım politikalarını, katılım politikalarını nasıl uyguladıklarını ve yatırım stratejilerini kamuya açıklamaları beklenmektedir. Kolektif yatırım kuruluşlarının pay sahibi oldukları halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılması için, SPK Kurul Karar Organı 16.02.2024 tarihinde Sorumlu Yönetim İlkeleri'ni (SYİ) kabul etmiştir. Ayrıca SPK Kurul Karar Organı'nın 21.11.2024 tarihli kararıyla Sorumlu Yönetim İlkeleri Rehberi (SYİ Rehberi) kabul edilerek, sorumlu yönetim ilkelerine ilişkin uygulamaların raporlanmasında esas alınacak raporlama standartları söz konusu rehberde açıklanmıştır.

Kolektif yatırım kuruluşlarının hukuken düzenlenen ve düzenlenmeyen araçları kullanarak halka açık anonim ortaklıkların yönetiminde, sahip oldukları sınırlı pay ve oy hakkının ötesinde bir etki yaratmaya çalışmaları ticaret hukukunda ve sermaye piyasası hukukunda geçerli olan bazı kuralları ve ilkeleri ihlal edebilecek niteliktedir. Bu kapsamda hakkın kötüye kullanılması yasağı, eşit işlem ilkesi, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunun doğması ve bilgiye dayalı piyasa dolandırıcılığı suçunun oluşması kolektif yatırım kuruluşlarının halka açık anonim ortaklıkların yönetimine katılırken kullandıkları pay sahipliği hakları bakımından genel bir sınır oluşturmaktadır. Bu çalışmada söz konusu hukuki sınırlar detay bir şekilde ele alınmaktadır.

Türk hukukunda SYİ'nin kabul edilmesinin halka açık anonim ortaklıkların kurumsal yönetimi, Türk sermaye piyasalarında kolektif yatırım kuruluşlarına yatırım yapan yatırımcılar ve ülke ekonomisi bakımından yararlı olacağı kanaatindeyiz. Zira

Ülkemizin ekonomik gücünde önemli bir çarpan olan halka açık anonim ortaklıkların, pay sahibi olan kolektif yatırım kuruluşlarınca gözetilmesi ortaklıkların daha iyi yönetilmesini amaçlamaktadır. Halka açık anonim ortaklıkların iyi yönetilmesi ortaklıklar ve pay sahiplerinin yanı sıra çalışanların, ortaklık alacaklılarının, ülke ekonomisinin yararınadır. Buna karşılık, SYİ'ye yönelik bazı eleştirilerimiz ve önerilerimiz de bulunmaktadır. Bu çalışmada söz konusu eleştirilerimiz ve önerilerimiz açıklanmaktadır.

Anahtar Kelimeler: katılımcı pay sahipliği, aktif pay sahipliği, aktivist pay sahipliği, kolektif yatırım kuruluşlarının kamuyu aydınlatması, sorumlu yönetim ilkeleri.

ABSTRACT

Collective investment undertakings acquire the right to participate in the management of publicly traded joint stock companies as shareholders or as proxies of shareholders. Until the early 2000s, it was generally accepted that the activities of collective investment undertakings were limited to portfolio management, and therefore, collective investment undertakings should not seek to control or interfere with the management of publicly traded joint-stock companies in which they held shares. However, this approach, which held that collective investment undertakings should not participate in the management of publicly traded joint-stock companies, was abandoned following the global economic crisis of 2007-2009.

After the economic crisis, it was observed that a large portion of shareholders, including collective investment undertakings, did not give sufficient importance to the long-term successes and risks that publicly traded companies could achieve, and preferred to buy and sell company shares in the short term to earn profits from the difference. The short-term behavior of shareholders has negative consequences for publicly traded corporations, other shareholders who do not engage in short-term behavior, corporate managers, the general economy, and the environment.

Many solutions have been proposed to address short-termism in shareholding. One such solution is shareholder engagement which grant collective investment undertakings that hold shares in publicly traded corporations the same rights as individual shareholders, including the right to vote, information and inspection rights, and litigation rights, as well as certain unregulated tools such as personal meetings, public pressure, and cooperation with other shareholders, to participate in the management of the company for its long-term better management.

Shareholder engagement refers to the monitoring of the operations and transactions of publicly traded joint-stock companies by collective investment

undertakings, which actively exercise their shareholder rights and other methods. Various regulatory proposals have been put forward to enable collective investment undertakings to participate in the management of publicly traded joint-stock companies in which they hold shares, and among these, the approach of requiring collective investment undertakings to disclose information to the public regarding their participation in the management of publicly traded joint-stock companies has been preferred. Through disclosure regulations, collective investment undertakings are expected to disclose their participation policies, how they implement these policies, and their investment strategies to the public. To enable collective investment undertakings to participate in the management of publicly traded joint-stock companies in which they hold shares, the Capital Markets Board of Türkiye (CMBT) Board Decision-Making Body adopted the Responsible Management Principles (RMP) on February 16, 2024. Additionally, CMBT Board Decision-Making Body adopted the Responsible Management Principles Guide (RMP Guide) on November 21, 2024, which outlines the reporting standards to be followed in reporting on the implementation of responsible management principles.

The use of legally regulated and unregulated instruments by collective investment undertakings in the management of publicly traded joint-stock companies, with the aim of exerting influence beyond the scope of their limited share and voting rights, may constitute a violation of certain rules and principles applicable under commercial law and capital markets law. In this context, the prohibition of abuse of rights, the principle of equal treatment, the obligation to make a share purchase offer and the offense of insider trading based on information constitute a general limit on the shareholding rights exercised by collective investment undertakings when participating in the management of publicly traded joint-stock companies. This study examines the aforementioned legal limits in detail.

We believe that the adoption of RMP in Turkish law will be beneficial for the corporate governance of publicly traded joint-stock companies, investors in collective

investment undertakings in the Turkish capital markets, and the national economy. This is because publicly traded joint-stock companies, which are an important multiplier in our country's economic strength, are monitored by collective investment undertakings that hold shares, aiming to ensure better management of the companies. The proper management of publicly traded joint-stock companies benefits not only the companies and their shareholders but also employees, company creditors, and the national economy. However, we also have some criticisms and recommendations regarding RMP. These criticisms and recommendations are discussed in this study.

Keywords: shareholding engagement, active shareholding, activist shareholding, disclosure by collective investment undertakings, responsible management principles.